

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Determinantes da estrutura de capital do setor bancário angolano.

Albertina Ize Songo Barros

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau
de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Orientador: Professor Nuno Miguel Delicado Teixeira

Setúbal, 2014

Dedico este trabalho à minha família, nomeadamente:

Meus pais, Estanislau Barros e Isabel Songo Barros;

Aos meus irmãos e ao meu esposo, Moisés Zacarias.

Agradecimento

Agradeço primeiramente a Deus, que me tem capacitado, habilitado e fortificado neste processo de aprendizado dia pós dia.

A todos que direta ou indiretamente contribuíram para a minha formação, em especial meus pais, e outros membros da família, incluindo meu esposo. E aqueles que me têm apoiado tais como: amigos, colegas, nomeadamente Neide Coelho, Miriam, Patrícia Bruno, Carlos, Nelma e Teresa António, entre outros. Também agradeço a todos os professores que deram o seu melhor ao longo do meu percurso académico.

Agradeço ao ISPA - Instituto Superior Politécnico Atlântida, que por sua vez se disponibilizou para apoiar e financiar esta formação.

Agradeço à Coração Tropical na Pessoa do Sr. Isaac Pedro e sua esposa Osvalda Pedro pela oportunidade concedida de concluir a Licenciatura e abranger o Mestrado no Instituto Politécnico de Setúbal (IPS).

Ao IPS, concretamente à Escola Superior de Ciências Empresariais, instituição que nos recebeu com grande satisfação e nos apoiou em diversas vertentes.

Agradeço em especial o meu orientador, Professor Nuno Teixeira, pela paciência, disponibilidade e imprescindível esforço que sempre demonstrou durante a orientação do trabalho.

Financiamentos

ISPA - Instituto Superior Politécnico Atlântida, que por sua vez se disponibilizou para apoiar e financiar esta Formação.

ÍNDICE

Índice de Quadros.....	vii
Lista de Siglas e Abreviatura.....	ix
Resumo.....	xi
Abstract.....	xii
Introdução.....	1
CAPITULO I - REVISÃO DA LITERATURA.....	2
1.1 Conceito de Capital.....	2
1.2. Estrutura de Capitais.....	2
1.2.1. A visão de Modigliani e Miller.....	3
1.2.2. Modigliani e Miller e a importância do efeito fiscal.....	3
1.3. A evolução das teorias sobre a Estrutura de Capitais.....	5
1.3.1 Teoria dos benefícios fiscais e dos custos de falência (<i>Trade-off theory</i>).....	6
1.3.2. Teoria baseada nos custos de Agência.....	7
1.3.2.1. Custos de agência de capital próprio.....	7
1.3.2.2. Custos de agência do capital alheio.....	8
1.3.3. Teoria baseada na assimetria da Informação.....	9
1.3.4. Teoria da hierarquização das fontes de financiamento (<i>Pecking Order Theory</i>).....	9
1.3.5. Teoria Baseados no Posicionamento Estratégico.....	10
1.3.6. Teoria baseada nos custos de transação.....	12
1.3.7. Teoria Baseada no Controlo da Empresa.....	13
1.3.8. Teoria do <i>market timing</i>	14
1.4. As teorias sobre a maturidade da dívida.....	15
CAPÍTULO II – ESTUDO EMPÍRICO.....	18
2.1. O Sector bancário angolano.....	18
2.1.1. A evolução histórica do setor bancário angolano.....	18
2.1.2. A situação atual do setor bancário angolano.....	20
2.1.3. Perspetivas de desenvolvimento do setor bancário angolano.....	23
2.2. Os objetivos de investigação.....	25
2.3. Hipóteses de investigação e as Variáveis Utilizadas.....	26
2.4. Metodologia de investigação.....	35
2.4.1. Caracterização da amostra estudada.....	37
2.4.2. Técnicas estatísticas a utilizar.....	38
3. Evidências Sobre as Teorias da Estrutura de capitais nas Instituições Financeiras em Angola.....	38
3.1. A evolução económica e financeira das instituições financeiras em Estudo.....	38
3.2. As estatísticas descritivas dos determinantes estudados.....	46
Conclusões.....	58

Referências Bibliográficas.....	61
Anexos	73

Índice de Quadros

Quadro 1: Efeito fiscal sobre a rendibilidade para os proprietários.....	4
Quadro 2: Bancos a atuar em Angola.....	20
Quadro 3: Evolução do número de instituições financeiras a atuar em Angola.....	20
Quadro 4: Indicadores de crescimento do setor bancário em Angola.....	21
Quadro 5: Rendibilidade dos capitais próprios do setor bancário de Angola (milhões de AOA).....	22
Quadro 6: Estrutura financeira do setor bancário de Angola	22
Quadro 7: Risco de crédito no setor bancário de Angola	22
Quadro 8: Contribuição setorial para a evolução do PIB angolano.....	23
Quadro 9: Resumo das Hipóteses de Investigação.....	34
Quadro 10 : Instituições financeiras que constituem a amostra (dados de 2011).....	37
Quadro 11: Evolução Económica do BPC.....	39
Quadro 12: Evolução Financeira do BPC	39
Quadro 13: Evolução Económica do BFA.....	40
Quadro 14: Evolução Financeira do BFA.....	40
Quadro 15: Evolução Económica do BAI	40
Quadro 16: Evolução Financeira do BAI.....	41
Quadro 17: Evolução Económica do Banco Sol.....	41
Quadro 18: Evolução Financeira do Banco Sol.....	41
Quadro 19: Evolução Económica do Banco Espírito Santo Angola (BESA).....	42
Quadro 20: Evolução Financeira do Banco Espírito Santo Angola (BESA).....	42
Quadro 21: Evolução Económica do Banco Regional do Keve (KEVE).....	43
Quadro 22: Evolução Financeira do Banco Regional do Keve (KEVE).....	43
Quadro 23: Evolução Económica do Banco Internacional de Credito (BIC) Angola.....	44
Quadro 24: Evolução Financeira do Banco Internacional de Credito (BIC) Angola.....	44

Quadro 25: Evolução Económica do Banco Millenium Angola (BMA).....	44
Quadro 26: Evolução Financeira do Banco Millenium Angola (BMA)	45
Quadro 27: Evolução Económica do Banco dos Negócios Estrangeiros (BNI)	45
Quadro 28: Evolução Financeira do Banco dos Negócios Estrangeiros (BNI).....	45
Quadro 29: Médias do efeito de alavanca financeiro.....	47
Quadro 30: Médias relativas às variáveis sobre o efeito fiscal	47
Quadro 31: Médias relativas às variáveis sobre os custos de falência	48
Quadro 32: Médias relativas às variáveis sobre os custos de agência	49
Quadro 33: Médias relativas às variáveis sobre a assimetria de informação e a hierarquização das fontes de financiamento	49
Quadro 34: Médias relativas às variáveis sobre o posicionamento estratégico.....	50
Quadro 35: Médias do peso dos ativos intangíveis	51
Quadro 36: Médias do peso do endividamento no financiamento do ativo	51
Quadro 37: Coeficientes de correlação de Pearson relativos à Teoria <i>Trade-Off</i>	52
Quadro 38: Coeficientes de correlação de Pearson relativos às restantes teorias estudadas...	53
Quadro 39: Médias das caraterísticas de cada perfil.....	56

Lista de Siglas e Abreviatura

AOA - Kwanzas

AI - Ativo Intangíveis

ANC - Ativo não Correntes

ATM's - *Automated Teller Machine* - Caixa eletrónico, caixa multibanco, caixa automática, terminal bancário ou *Remote Banking*

BAI - Banco Africano de Investimento

BCA - Banco Comercial de Angola

BCCI - Banco de Crédito Comercial e Industrial

BESA - Banco Espírito Santo Angola

BFA - Banco Fomento Angola

BFN - Banco de Fomento Nacional

BIC - Banco Internacional de Credito

BMA - O Banco Millennium Angola

BNA - Banco Nacional de Angola

BNI - Banco dos Negócios Estrangeiros

BPA - Banco Popular de Angola

BPC - Banco Poupança e Crédito

BPSM - Banco Pinto & Sotto Mayor

BTSA - Banco Totta Standard de Angola

CF - Custos Financeiros

CONTIF - Plano de contas das instituições financeiras de Angola

CP- Curto prazo

CP - Capitais próprios

CRESC -Taxa de Crescimento

DIM - Dimensão

EAF - Efeito de Alavanca Financeiro

ECP - Endividamento de curto prazo

EMP - Empréstimos por cliente

EMLP - Endividamento de médio e longo prazo

ET - Endividamento total

FC - Fluxos de caixa disponíveis

i - custo financeiro do passivo;

ICRA - Instituto de Crédito de Angola

IFRS - **International Financial Reporting Standards** - normas internacionais de contabilidade

IRC - Imposto Sobre o Rendimento

KEVE - Banco Regional do Keve

KPMG – *Cutting through complexity* – Empresa de Consultoria e Auditoria

LUIBOR - Luanda *Interbank Offered Rate*

MLP- Médio e longo prazo

MTB - *market-to-book*

OBF - Outros benefícios

P - passivo

PMLP - Passivo de médio e longo prazo

PCP - Passivo de curto prazo

REND - Rendibilidade

RCP - Rendibilidade dos capitais próprios

REP - Reputação

RN - Risco do negócio

ROI - *Return On Investment* - Rendibilidade do ativo (ou rendibilidade económica)

t - taxa de imposto sobre o rendimento

TE I- Taxa efetiva de imposto

VISA - *International Service Association*- Multicaixa (multibanco) – Cartão de Débito

VN - Volume de Negócios

Resumo

A estrutura de capitais, é um assunto que tem sido muito estudado ao longo dos anos, tendo sido desenvolvidas várias teorias que tentam identificar os principais determinantes da decisão de financiamento das empresas. Contudo, os resultados de investigação ainda não são unânimes. Por outro lado, a maioria dos estudos tem-se centrado no estudo de empresas americanas ou europeias, havendo ainda poucas evidências empíricas sobre, por exemplo, a realidade empresarial africana. Sendo assim o objetivo principal deste trabalho é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, incidindo, assim, sobre um país e um setor de atividade, ainda pouco explorados em termos académicos. Angola é um dos países que maior taxa de crescimento económico apresenta, tendo as instituições bancárias um papel fundamental na dinamização do meio empresarial. Por isso, este estudo é relevante, porque para além de analisar um dos setores que maior crescimento sofreu no país nos últimos anos, permite a criação de uma primeira imagem sobre os determinantes da decisão de financiamento dessas instituições e contribui para a identificação de caminhos para futuras investigações.

Utilizou-se como metodologia a elaboração de estudos de caso de 9 entidades (40% do total de entidades bancárias presentes no país), no período de 2007 a 2011, perfazendo, portanto, 5 anos de análise. Para além das estatísticas descritivas da amostra, calcularam-se os coeficientes de correlação de Pearson entre os determinantes estudados e os níveis de endividamento e realizou-se a análise de clusters e testes de diferenças de médias, de modo a determinarem-se diferentes perfis de instituições financeiras.

Quanto às relações encontradas entre os determinantes estudados e o nível de endividamento, verificou-se que os custos financeiros e a dimensão apresentavam uma correlação positiva com o peso do capital alheio, indo ao encontro dos princípios da teoria *trade-off*. Os ativos não correntes tangíveis, apresentavam uma relação negativa com o endividamento, o que significa que as empresas que possuem maior nível de ativos correntes (nomeadamente de créditos concedidos) recorrem mais ao financiamento através de capitais alheios. Já o passivo de médio e longo prazo era condicionado sobretudo pela taxa efetiva de imposto (relação negativa) e pelo risco do negócio (relação positiva), sugerindo que o endividamento com maior maturidade é importante para a obtenção de poupanças fiscais e para não existir tanta pressão sobre a tesouraria. Finalmente, o passivo de curto prazo, apresentou uma relação positiva com a taxa efetiva de imposto e relações negativas com o risco do negócio, com a rentabilidade e com o valor de empréstimo por cliente. Logo, os resultados sugerem que as empresas mais rentáveis e com acesso a clientes com maior capacidade financeira, recorrem menos a passivo de curto prazo, pressionando menos a tesouraria. A constituição de perfis de instituições financeiras através da análise de clusters identificou quatro tipologias de entidades bancárias, que se diferenciavam de acordo com o público-alvo da sua atividade, nível de rentabilidade, de crescimento e de endividamento.

Palavras-Chave: Determinantes da Estrutura de Capitais, Sector Bancário, Angola

Abstract

The theme of the capital structure has been extensively studied over the years and several theories have been developed that attempt to identify the main determinants of the financing decision of firms. However, the findings are not unanimous. Moreover, the majority of studies have focused on the American and European enterprises and there is little empirical evidence on the African business reality. Therefore the main objective of this work is the study of the determinants of capital structure of the Angolan banking sector, thus focusing on a country and a sector, largely unexplored in academic terms. Angola is one of the countries that show higher economic growth rates, and the banking institutions have a key role in boosting business environment. Therefore, this study is relevant because besides discussing one of the fastest growing sectors in the country in recent years, it allows the creation of a first image on the determinants of the finance decision of these institutions and contributes to the identification of paths for future research. The method used is based on case studies focused on 9 entities (40% of total banks existing in the country) from 2007 to 2011, i.e., a period of 5 years analysis. In addition to the descriptive statistics of the sample, it has been calculated the Pearson correlation coefficients between the studied determinants and levels of indebtedness and it has been undertaken cluster analysis and mean comparison tests in order to determine different profiles of financial institutions.

Regarding the relationships found between the studied determinants and the level of debt, it has been observed that the financial costs and the size had a positive correlation with the weight of debt capital, being in line with the principles of trade-off theory. Tangible non-current assets had a negative relationship with debt, which means that enterprises that have a higher level of current assets (namely granted loans) rely more on financing through debt capital. The medium and long term passive was conditioned mainly by the effective tax rate (negative relationship) and business risk (positive relationship), suggesting that debt with longer maturity is important for obtaining tax savings and to avoid so much pressure on the treasury. Finally, the short-term liabilities, showed a positive relationship with the effective tax rate and negative relationships with the business risk, profitability and the value of loans per customer. Therefore, these findings seem to suggest that the most profitable enterprises and with access to customers with greater financial capacity, rely less on the short-term liabilities and put less pressure on the treasury. The establishment of financial institutions profiles through cluster analysis allowed to identify four types of banking entities, which differed according to the target public of its activity, level of profitability, growth and debt.

Keywords: Determinants of Capital Structure, Banking Sector , Angola

Introdução

A decisão sobre a estrutura de capitais das empresas, ou seja, sobre a medida de capitais próprios e de capitais alheios que devem financiar os investimentos necessários à atividade, tem sido estudada ao longo dos anos por vários investigadores que originaram diferentes teorias sobre o tema. Modigliani e Miller (1958) lançaram a investigação sobre esta área do conhecimento em finanças, defendendo que a estrutura de capitais (neste trabalho também nos referimos muitas vezes como estrutura financeira) era irrelevante para o valor das empresas. Porém, vários investigadores desenvolveram diferentes perspetivas sobre o modo como os gestores decidiam o nível de capitais próprios ou alheios, analisando o impacto do efeito fiscal, dos custos de falência, dos custos de agência, da assimetria da informação, da hierarquização das fontes de financiamento, da estratégia empresarial assumida, entre outros determinantes dessa decisão. Embora, já exista um volume vasto de trabalhos sobre o tema, os resultados de investigação apresentam, por vezes, conclusões contraditórias, havendo por isso, espaço para o estudo desta área de conhecimento. Em simultâneo, o objetivo principal deste trabalho de investigação, é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do sector bancário angolano, incidindo, assim, sobre um país e um setor de atividade, ainda pouco explorados em termos académicos. Nesse sentido, julgamos que se trata de um trabalho relevante e que pode contribuir para um maior conhecimento das instituições financeiras angolanas, num contexto empresarial onde se espera que tenham um papel bastante ativo na diversificação da economia e no crescimento sustentado do país.

No que diz respeito, à metodologia de investigação, e na impossibilidade, de se obterem os dados sobre as 23 instituições financeiras que atuam no mercado angolano, optou-se pela realização de estudos de caso de 9 entidades, que para além de representarem 40% dos bancos presentes no país, foram selecionadas, tendo em consideração diferentes critérios como a dimensão, a idade e o tipo de proprietários, pretendendo-se assim, garantir uma visão ampla sobre a realidade setorial. O estudo incidiu sobre o período de tempo que decorreu entre 2007 e 2011, perfazendo, portanto, 5 anos de análise.

Quanto à estrutura do trabalho, esta é composta por duas componentes principais: a revisão da literatura onde é feita uma análise das várias teorias desenvolvidas sobre o tema ao longo dos anos; estudo empírico, onde é realizada uma caracterização do setor bancário angolano, uma definição mais pormenorizada dos objetivos, hipóteses e metodologia de investigação e uma apresentação detalhada dos resultados obtidos.

Salientamos que, embora não tenha sido possível extrapolar os resultados para a população estudada, julgamos que a atual dissertação deixa algumas sugestões muito interessantes sobre a decisão de financiamento que, poderão ser testadas posteriormente com o desenvolvimento do país e com estatísticas mais disponíveis sobre o setor bancário angolano.

CAPITULO I - REVISÃO DA LITERATURA

1.1 Conceito de Capital

O conceito de capital surge normalmente associado a duas definições diferentes: capital financeiro que representa dinheiro ou ativos que funcionem como dinheiro e está muito relacionado com os mercados de capitais e, o capital real ou circulante, que é constituído pelos ativos necessários ao ciclo de exploração das organizações (Frank, 1998). Para além disso, Frank (1998) refere que há uma forte relação entre o capital financeiro e o capital real, pelo facto dos meios materiais serem adquiridos por meios monetários. Porém, o conceito do capital, remete-nos para uma questão muito importante das finanças empresariais atuais. Se os ativos (capital real) das empresas são adquiridos através do capital financeiro e este, pode ter várias origens, por exemplo, proprietários ou instituições financeiras, qual o peso que cada tipologia de investidor deverá ter no financiamento da atividade das organizações (Quintart e Zisswiller, 1994).

Esta questão ainda se torna mais relevante, em virtude de os investidores enfrentarem níveis de risco diferentes quando colocam meios monetários ao serviço das organizações. A título de exemplo, em caso de falência, os proprietários só podem aceder ao capital que colocaram na empresa, após se terem garantido todas as dívidas existentes a credores. Deste modo, é facilmente justificável que exijam maiores retornos dos investimentos face à rendibilidade pretendida pelas instituições financeiras. Assim, constatamos que, diferentes fontes de financiamento, têm custos de capitais diversos que, variam em função do nível de risco que os investidores incorrem na colocação de capital financeiro nas organizações (Brealey e Myers, 2007). Obviamente que, quanto maior for o custo do capital investido na atividade, maior terá que ser a rendibilidade gerada para se conseguir remunerar os interesses dos financiadores e, em simultâneo, garantir o autofinanciamento do negócio. Como tal, a empresa tem que identificar o tipo de financiamento de acordo com um custo de capital mais adequado às suas capacidades para gerar rendibilidade através da atividade. É neste contexto que surgiu a investigação associada à estrutura de capitais e à sua relevância para a maximização do valor das organizações.

1.2. Estrutura de Capitais

A estrutura de capitais contempla o tipo de capital financeiro investido na atividade, podendo ter origem nos proprietários ou nos credores, de curto ou médio e longo prazo (Spiro, 1990). Assim, representa as fontes de financiamento utilizadas para financiar as atividades das organizações, podendo genericamente ser consideradas em capital próprio ou capital alheio.

Deste modo, os estudos empíricos realizados ao longo dos anos sobre esta temática, têm procurado evidenciar os fatores que condicionam o peso de cada tipo de fonte de financiamento, nos investimentos necessários às atividades das empresas, isto é, o que explica a composição da estrutura financeira em termos de capitais próprios ou alheios.

1.2.1. A visão de Modigliani e Miller

Modigliani e Miller (1958), no trabalho de investigação que realizaram com o título “*The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of investment*”, revolucionaram as investigações sobre os determinantes da estrutura de capitais. Os autores, referem que as fontes de financiamento escolhidas não têm impacto no valor das empresas. Isto porque, partem de um conjunto de pressupostos que considera o mercado de capitais perfeito¹, que não há impostos sobre os rendimentos, que não há custos de falência nem de agência (os gestores preocupam-se sempre com os interesses dos proprietários), não há informação assimétrica entre pessoas de dentro e fora das empresas e os investidores individuais beneficiam das mesmas condições de acessibilidade ao crédito que as empresas. Na elaboração desta visão sobre a estrutura de capitais, os investigadores apoiaram-se em duas proposições (Brealey e Myers, 2007):

Proposição I – “O valor do mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital”. Isto significa que, os investigadores consideraram que a estrutura de capitais das empresas era irrelevante para o cálculo dos seus valores de mercado e para os ganhos dos proprietários (Ross, 1999). Ao defenderem esta irrelevância da estrutura de capitais, e tal como acima referido, Modigliani e Miller baseiam-se na existência de um mercado de capitais perfeito, no qual as empresas e os investidores individuais com risco semelhante, usufruiriam de condições de negociação de créditos e de taxas de juro idênticas. Como tal, duas empresas similares tenderiam a ter o mesmo valor, independentemente da estrutura de capital adotada. **Proposição II**- “A taxa esperada de remuneração das ações de uma empresa endividada aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento (*Passivo / Capitais Próprios*) ”. A proposição II parte do princípio de que as empresas endividadas diminuem o valor investido pelos proprietários o que, embora não provoque alterações no valor global da empresa, aumenta a rendibilidade criada por cada título que os proprietários possuírem. Para além disso, a rendibilidade exigida pelos proprietários deverá aumentar proporcionalmente ao nível de endividamento, de modo a existir uma compensação pelo maior risco financeiro associado à empresa. Assim, supostamente as empresas endividadas deverão ser capazes de remunerar os investidores com rendibilidades superiores, face às empresas não endividadas.

1.2.2. Modigliani e Miller e a importância do efeito fiscal

Modigliani e Miller (1963) no seu trabalho intitulado “*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A correction*”, tentaram responder a algumas críticas relativas ao artigo de 1958, no que dizia

¹ Este mercado é onde os preços das ações refletem totalmente a informação disponível e um dos seus preceitos principal está ligado a eficiência do sistema de Informação, de forma a beneficiar de igual modo as empresas e os Investidores. Esta eficiência na informação é composta em três fases: Fraca (obtida através dos preços passados), Intermédia (obtida através dos preços anteriores e públicos) e Forte (obtida através dos preços públicos e privados).

respeito à irrelevância dos impostos sobre o rendimento na definição da estrutura de capitais. Assim, verificaram que o financiamento através de capitais alheios, poderia aumentar ainda mais a rentabilidade por título aos proprietários, através dos benefícios fiscais obtidos, pelo facto dos juros cobrados serem aceites fiscalmente nas demonstrações financeiras, ao contrário dos lucros eventualmente distribuídos aos detentores do capital das empresas.

Vejamos os seguintes exemplos que resumem esta ideia, tendo em consideração duas empresas, Alfa (α) e Omega (Ω), com a mesma atividade e rentabilidades económicas iguais.

Quadro 1: Efeito fiscal sobre a rentabilidade para os proprietários

Nº	Descrição	Empresa sem Dívida α	Empresa com Dívida Ω
1	Ativo Líquido	10.000.000,00	10.000.000,00
2	Capitais Próprios	10.000.000,00	5.000.000,00
3	Passivo Financeiro	0,00	5.000.000,00
4	Custo do Passivo Financeiro	0,00	10%
5	Rentabilidade do Ativo	15%	15%
6	Resultado Operacional (5x1)	1.500.000,00	1.500.000,00
7	Encargos Financeiros (3x4)	0,00	500.000,00
8	Resultado antes Impostos (6-7)	1.500.000,00	1.000.000,00
9	Imposto (IRC) 25%	375.000,00	250.000,00
10	Resultado Líquido (8-9)	1.125.000,00	750.000,00
11	Rentabilidade dos Capitais Próprios (10/2)	11%	15%

Fonte: Adaptado de Belletante (1996)

Através do quadro 1, podemos constatar que a evolução da rentabilidade dos capitais próprios está associada a um efeito de alavanca que pode ser representado através da seguinte equação:

$$RCP = [ROI + (ROI - i) \times (P/CP)] \times (1-t)$$

Equação 1: RCP = rentabilidade dos capitais próprios; ROI = rentabilidade do ativo (ou rentabilidade económica); i = custo financeiro do passivo; P = passivo; CP = capitais próprios; t = taxa de imposto sobre o rendimento.

Considerando os exemplos anteriores e substituindo os valores na equação anterior temos:

- Alfa (α): $RCP = [0,15 + (0,15 - 0) \times (0 / 10.000.000)] \times (1 - 0,25) \Leftrightarrow RCP = 11\%$
- Omega (Ω): $RCP = [0,15 + (0,15 - 0,10) \times (5.000.000 / 5.000.000)] \times (1 - 0,25) \Leftrightarrow RCP = 15\%$

A alavanca é obtida pelo diferencial (ROI - i), garantindo um maior rendimento através dos investimentos feitos com dívida, por via do acréscimo de rentabilidade económica que geram em relação ao custo do seu financiamento. Desde que a rentabilidade económica a gerar seja superior ao custo do financiamento, o efeito da dívida (P/CP), irá aumentar a rentabilidade para os proprietários.

Caso o custo da dívida seja superior à rentabilidade económica dos investimentos financiados, o efeito de alavanca será negativo, uma vez que os excedentes libertos pela atividade não são suficientes para remunerar o custo das instituições financeiras e, em simultâneo, garantir os mesmos níveis de rentabilidade para os proprietários (Belletante, 1996).

Por outro lado, não nos podemos esquecer que quanto maior for o endividamento na empresa mais vulnerável ela tende a ficar relativamente ao risco de falência. Para Kraus e Litzberger (1973), a empresa poderia ser financiada na sua totalidade por capitais alheio. Contudo, no mundo real isso não é possível, porque a capacidade de endividamento das empresas não é infinita, uma vez que, à medida que o risco aumenta, os investidores exigem remunerações mais elevadas, elevando o custo do capital investido na atividade e diminuindo a capacidade potencial de autofinanciamento do negócio.

Por isso, alguns autores como Baxter (1967), Kraus e Litzberger (1973), Warner (1977) e Brealey e Myers (2007), referem que através do modelo de Modigliani e Miller se poderá determinar um nível ótimo de endividamento na estrutura de capitais, que minimiza o custo do capital e incorpora o efeito de alavanca financeiro e os custos de falência associados aos diferentes montantes de dívida.

1.3. A evolução das teorias sobre a Estrutura de Capitais.

Ao longo do tempo diversos investigadores realizaram trabalhos que pretenderam enriquecer as teorias sobre a estrutura de capitais das empresas, tentando identificar os diferentes fatores que poderiam condicionar os níveis de endividamento e de capitais próprios. Tendo em atenção, a ordem cronológica pela qual foram surgindo, podemos apresentar as seguintes teorias desenvolvidas sobre este tema:

- Teoria dos benefícios fiscais e dos custos de falência (*Trade-off theory*) - assenta na análise do custo - benefício da dívida, onde a escolha da proporção do endividamento altera o valor da empresa, através dos benefícios relacionados com a poupança fiscal desenvolvida por Miller (1977) e De Angelo e Masulis (1980) e os custos associados ao risco de falência (Baxter, 1967; Warner, 1977 e Altman, 1984);
- Teoria dos custos de agência (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986 e Stulz, 1990) que defende que a estrutura de capitais resulta do equilíbrio dos conflitos entre gestores e proprietários e entre estes últimos e os credores;
- Teoria da assimetria da informação que defende que a estrutura de capitais é condicionada pela diferente informação que os vários utilizadores (credores, proprietários, gestores) das demonstrações financeiras têm acesso e aos sinais que a empresa pretende dar para os diversos agentes externos que intervêm na sua atividade (Ross, 1977 e Leland e Pyle, 1977);

- Teoria da hierarquização das fontes de financiamento, normalmente designada por *Pecking order theory*, que refere que as empresas seguem uma ordem de preferência na escolha das fontes de financiamento da sua atividade (Myers e Majluf, 1984);
- Teoria baseada no posicionamento estratégico que fundamenta existir uma relação entre as estratégias empresariais seguidas e a definição da estrutura de capitais (Harris e Raviv, 1991; Arias *et al*, 2000 e Brealey e Myers, 2007);
- Teoria dos Custos de transação (Williams, 1985; Balakrishnan e Fox, 1993; Zylbersztajn, 1995 e Farina *et al*, 1997), que defende que a especificidade dos ativos das empresas é uma variável fundamental para a capacidade de endividamento das empresas;
- Teoria baseada nas questões de controlo da empresa que verifica a estrutura de capitais em função das características dos órgãos de gestão das empresas (Harris e Raviv, 1988 e Stluz, 1988);
- Teoria do *market timing* que refere que a escolha entre capitais próprios e alheios para o financiamento da atividade é feita em função das condições momentâneas dos mercados de capitais (Lucas e McDonald, 1990; Opler e Titman, 1998 e Korajczyk e Levy, 2003).

1.3.1 Teoria dos benefícios fiscais e dos custos de falência (*Trade-off theory*)

A teoria do *trade-off* entre os benefícios fiscais e os custos de falência enfatiza a escolha de uma estrutura ótima de financiamento da empresa, com base num nível de endividamento que proporcione um custo do capital mínimo (Myers, 1984; Shyam-Sunder e Myers, 1999 e Frank e Goyal, 2007).

Assim, esta teoria defende que o endividamento tem um efeito positivo na rentabilidade dos proprietários e, por consequência no custo do capital exigido, por via da diminuição dos impostos sobre lucros que, resulta do facto dos juros serem aceites como custos fiscais. Tal, ainda se torna mais relevante, se considerarmos que a alternativa de financiamento através de capitais próprios é remunerada através da distribuição de resultados aos proprietários, valor esse que não é tido em referência para a determinação dos resultados a tributar (Modigliani e Miller, 1963).

No entanto, à medida que o endividamento aumenta, o risco financeiro da empresa também é incrementado levando os investidores a exigirem maiores rentabilidades pelos investimentos realizados. Deste modo, os eventuais custos de falência têm impacto negativo sobre o custo do capital (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Warner, 1977 e Kim, 1978)

Em simultâneo, De Angelo e Masulis (1980) vieram chamar a atenção para a existência de outras fontes de proteção fiscal como as amortizações e depreciações dos ativos, as imparidades e provisões, bem como outros benefícios fiscais (como é o caso do crédito fiscal ao investimento existente em Portugal). Então, quanto maior fosse a importância destas rubricas na atividade das empresas menor tenderia a ser o nível de endividamento, visto que conseguiam-se obter poupanças fiscais, sem aumentar o nível do risco financeiro.

Resumindo, podemos sintetizar a lógica da teoria do *trade-off* do seguinte modo:

- O custo do capital vai diminuindo pelo recurso ao endividamento pelo facto deste geralmente ter um custo inferior ao do capital próprio e, em simultâneo, permitir poupanças fiscais que não são possíveis de alcançar através da eventual distribuição de resultados;
- A partir de determinado nível de dívida, o risco financeiro torna-se superior e os custos associados a uma eventual falência têm impacto negativo no custo do capital;
- Quanto maiores forem as proteções fiscais associadas à atividade normal das empresas, menor será a sua propensão para se endividarem.

1.3.2. Teoria baseada nos custos de Agência

Jensen e Mecking (1976) iniciaram esta teoria afirmando que a estrutura ótima de capitais está relacionada com a mitigação dos conflitos entre gestores (agentes) e acionistas (principais) e entre gestores e credores.

Os custos de agência, estão associados ao facto de que nem sempre os agentes atuam de forma consentânea com os interesses dos principais e dos credores, originando custos de supervisão e perdas residuais para os financiadores da atividade.

De acordo com a teoria, podem existir custos de agência relativos ao capital próprio e ao capital alheio.

1.3.2.1. Custos de agência de capital próprio

O conflito de interesses entre gestores e proprietários surge quando os primeiros atuam em benefício próprio em prol da maximização do lucro para os detentores do capital, privilegiando a riqueza pessoal e a segurança no emprego. Jensen (1986), defende que sempre que a gestão não é detentora do total do capital da empresa, tais conflitos têm tendência a suceder, uma vez que são os gestores que empregam o seu esforço pessoal e apenas retiram parte dos benefícios que resultam desse empenhamento. Assim, não se sentem especialmente comprometidos em garantirem os interesses dos proprietários.

Segundo Jensen e Mecking (1976), estes conflitos podem ser mitigados através da opção pelo endividamento, visto que diminui os fluxos financeiros disponíveis e, em simultâneo, permite o financiamento do crescimento da atividade, aumentando o valor da empresa e a possibilidade de remuneração dos gestores e proprietários. Para além disso, significa a existência de uma obrigação contratual que introduz menor segurança no emprego, influenciando a qualidade dos serviços prestados pelos gestores e uma maior atenção na tomada de decisão para evitar o risco de insolvência associado à menor disponibilidade de fluxos de caixa (Grossman e Hart, 1982).

1.3.2.2. Custos de agência do capital alheio

Os custos de agência do capital alheio estão associados ao aumento do nível de endividamento e podem resultar de 3 situações (Ross *et al*, 1995):

(i) Substituição do ativo - a aceitação por parte dos proprietários da realização de projetos de investimento com elevado risco, através de recursos a capitais alheios limita a sua responsabilidade perante eventuais maus desempenhos operacionais. Se os projetos obtiverem um VAL (valor atual líquido) positivo, são cumpridas as obrigações perante terceiros ficando os proprietários com o valor remanescente. Caso contrário, as perdas são sobretudo dos financiadores alheios em virtude de que, a maioria do investimento foi realizada por eles.

Como tal, as empresas que apresentam um maior peso de ativos fixos na atividade que possam servir de garantias colaterais às instituições financeiras, encontram-se mais capacitadas para recorrer ao endividamento (Silva, 2006).

(ii) Subinvestimento - as empresas com um nível elevado de endividamento defrontam maiores entraves na obtenção de novos financiamentos para projetos de investimentos rentáveis, que proporcionariam um acréscimo do valor à empresa. Tal, está associado, ao facto de que os titulares da dívida exigem cláusulas mais restritivas nos contratos de empréstimo, ficando como principais beneficiários dos lucros que potencialmente possam ser gerados. Em função disto, a tendência da empresa é rejeitar o projeto, e está, por sua vez, a perder a oportunidade de crescimento futuro o que afeta de certo modo o seu próprio valor (Myers, 1977).

Assim, Silva (2006), refere que as empresas com mais baixo nível de endividamento, tendem a ter maiores taxas de crescimento da atividade.

(iii) Fluxos de caixa estáveis, significativos e disponíveis – em princípio, gestores e proprietários, têm os mesmos objetivos: crescimento e estabilidade financeira da empresa. A obtenção desses objetivos garante aos gestores o aumento do seu *status* e da sua reputação, uma oportunidade de carreira, eventuais promoções e a diminuição do risco de falência da empresa e da perda de emprego. Relativamente aos proprietários terão maiores garantias de reembolso do investimento feito e de assegurarem através dos lucros recebidos ou de mais-valias futuras, rendibilidades superiores a aplicações de capitais alternativas.

Porém, existem conflitos entre gestores e proprietários, porque ambos pretendem aumentar o seu nível de rendimento, podendo os primeiros tentarem compensar mais o seu esforço diário através de outras compensações para além da remuneração (por exemplo, viagens, viaturas, prémios, etc) diminuindo os lucros disponíveis para os segundos (Jensen, 1986). Logo, a empresa ao recorrer a endividamento possibilitará a redução dos fluxos de caixa disponíveis e, consequentemente, os custos de agência entre os intervenientes, dado que os gestores terão que impor uma maior

disciplina no negócio para garantirem os pagamentos das obrigações contratualizadas e o cumprimento dos compromissos perante as instituições financeiras (Jensen, 1986). Deste modo, a possibilidade de recorrer a financiamento por meio de dívida poderá assegurar que os gestores tomem decisões eficientes e que coloquem em segundo plano os seus objetivos pessoais (Harris e Raviv, 1991).

1.3.3. Teoria baseada na assimetria da Informação

Segundo esta teoria, a problemática da informação adquirida pelos agentes internos (gestores) e externos (proprietários e instituições financeiras), condiciona a tomada de decisão relativamente às formas de financiamento (Myers e Majluf, 1984). Isto porque, os gestores têm acesso a informação privilegiada sobre as expectativas de crescimento e de rentabilidade dos projetos futuros, que mais nenhum agente tem a possibilidade de conhecer pormenorizadamente. Assim, o mercado financeiro procura obter sinais que lhe permitam ter uma visão de qual irá ser o futuro das empresas, condicionando a sua decisão de investimento consoante as perspetivas de sucesso dos negócios (Ross, 1977 e Leland e Pyle, 1977). Deste modo, surge a teoria de sinalização impulsionada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), que se fundamenta nos sinais provenientes da emissão de dívida e da distribuição de resultados, que poderão constituir indícios sobre os fluxos financeiros futuros (Silva, 1991).

No que diz respeito à emissão da dívida, o maior nível de endividamento representa um sinal positivo sobre a qualidade de gestão, porque significa que é expectável que se produzam rendimentos que permitirão cobrir as obrigações contraídas, ao nível do cumprimento do calendário de amortização dos capitais e do pagamento dos juros. Assim, de acordo com Ross (1977) as empresas mais endividadas são também aquelas que apresentam maior rentabilidade do negócio.

Quanto à distribuição de resultados, os investigadores acreditam que uma política estável de dividendos e o anúncio de pagamento de lucros, poderão representar sinais de que as expectativas futuras são positivas, uma vez que irão permitir gerar fluxos financeiros suficientes para cumprir as obrigações financeiras e ainda remunerar os proprietários. Contudo, diversos estudos não conseguiram evidenciar uma relação positiva entre o valor dos títulos e o anúncio de dividendos (por exemplo, Black e Scholes, 1974; Litzenberger e Ramaswamy, 1979 e Miller e Scholes, 1982).

1.3.4. Teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order Theory*)

Esta teoria desenvolvida por Myers e Majluf (1984), parte do princípio de que os gestores privilegiam as fontes de financiamento internas em prol das externas, de modo a não darem sinais para os diferentes investidores sobre o valor dos ativos e as expectativas sobre o futuro da empresa. Para além disso, defendem que os gestores dão prioridade às fontes de financiamento menos dispendiosas, isto é, de baixo custo, preterindo as com custos financeiros mais elevados.

Assim, as empresas recorrem em primeiro lugar ao autofinanciamento, ou seja, à retenção dos seus lucros, seguidamente à emissão de dívida ou à negociação de financiamentos remunerados e, em último lugar, à emissão de novas ações, pois tal como anteriormente referido, o capital próprio tem um custo superior ao alheio.

Assim, segundo esta teoria, quanto maior for a capacidade de autofinanciamento menor tenderá a ser o endividamento. Nesse sentido, vários estudos comprovaram a existência de hierarquização das fontes de financiamento, como por exemplo, Norton (1990), Harris e Raviv (1991), Brailsford *et al.* (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2004), Sogorg – Mira (2005), Lucey e Macanbhaird (2006), Vos e Shen (2007) e Serrasqueiro e Nunes (2008).

1.3.5. Teoria Baseados no Posicionamento Estratégico

Vários trabalhos tentaram evidenciar que as estratégias seguidas pelas empresas tinham uma estreita relação com as estruturas de capitais adotadas (por exemplo, Titman, 1984; Titman e Wessels, 1988; Maksimovic e Titman, 1991; Harris e Raviv, 1991; Balakrishnan e Fox, 1993 e Arias *et al.*, 2000).

Harris e Raviv (1991), referem que existem dois tipos de trabalhos no âmbito desta teoria:

- Trabalhos que estudam a relação entre a estratégia de mercado adotada e a estrutura de capitais;
- Trabalhos que estudam a relação entre as características dos recursos utilizados no âmbito da atividade com a estrutura de capitais definida.

Titman (1984) e Maksimovic e Titman (1991) verificaram que as empresas com maior singularidade nos produtos oferecidos tinham menores níveis de endividamento, estando essa situação relacionada com a notoriedade que as empresas pretendiam ter junto dos seus parceiros de negócio. Já Titman e Wessels (1988) para além de terem encontrado a mesma relação, verificaram que as empresas com maior dimensão tinham maiores níveis de endividamento.

Já Balakrishnan e Fox (1993), evidenciaram a ligação entre a estratégia empresarial e a estrutura de capitais a dois níveis:

- A estrutura de capitais tem influência na estratégia a implementar através dos recursos financeiros disponíveis, fontes de financiamento e custo de capital que a empresa tem possibilidade de negociar;
- A estratégia empresarial condiciona a estrutura de capitais através dos tipos e montantes de investimentos necessários e das estruturas organizacionais assumidas pelas empresas.

Arias *et al.* (2000) verificaram também diversas relações entre as estratégias empresariais e as estruturas de capitais:

- Empresas mais diversificadas e diferenciadas tinham menor risco financeiro, o que lhes facilitava a negociação de capital alheio;
- Empresas mais inovadoras com maiores investimentos em investigação e desenvolvimento, apresentavam prazos de retorno mais longos, aumentando o risco do negócio e diminuindo a possibilidade de se endividarem;
- Empresas com ativos mais difíceis de substituir, também apresentavam maior risco financeiro e por isso, tinham menor capacidade para se endividarem;
- Empresas com quota de mercado e rentabilidade superiores, apresentavam maior capacidade de endividamento, em virtude do menor risco do negócio.

Outros investigadores, centraram os seus trabalhos na relação entre a estrutura de capitais e as estratégias competitivas.

Brander e Lewis (1986) referiram a importância da limitação de responsabilidades por parte dos detentores do capital relativamente às obrigações perante terceiros, o que levava a um aumento do nível de endividamento, mesmo em cenários de maior risco, no sentido de se obterem os recursos financeiros necessários à aquisição de vantagens competitivas sustentáveis face à concorrência.

Já em situações de oligopólio, Sobreira *et al.* (2005), referem que quando existe incerteza face ao volume da procura, as empresas têm tendência a aumentarem o endividamento como forma de introduzirem um aumento dos preços de venda e, assim, conseguirem maiores lucros. Por outro lado, quando a incerteza é sobre os preços dos custos de produção, as empresas preferem reduzir o nível de endividamento a fim, de garantirem custos baixos na atividade.

McGee (1958) e Telser (1966) referem que, muitas vezes, as empresas como resposta a concorrentes diretos, optam por baixar os preços de venda, esmagando as margens dos outros *players*. Assim, o endividamento tem tendência a aumentar, de modo a se cobrirem os custos de exploração. Nesse sentido, para além de acabarem com os atuais concorrentes, Morton (1997), refere que essas ações nos preços têm ainda a vantagem de ajudarem a construir uma reputação face a potenciais competidores, o que desencoraja a existência de novas entradas na indústria.

Relativamente à relação das estratégias concorrenciais com a estrutura de capitais, Zechner (1996) e Faure-Grimaud (2000), referem que as empresas mais endividadas têm tendência a não serem tão agressivas face aos seus competidores, em virtude de terem receio que eventuais respostas possam ter impacto negativo na rentabilidade e na capacidade de solvência perante terceiros.

Finalmente, Corrêa *et al.* (2009), chamam a atenção para a importância das fusões e aquisições, como estratégia de desenvolvimento dos negócios, que permite a obtenção de uma dimensão organizacional superior e, conseqüentemente, um mais fácil acesso aos mercados financeiros. Assim, constatamos que ao longo dos anos têm sido encontradas diversas relações entre as estratégias assumidas pelas empresas e as estruturas de capitais definidas.

1.3.6. Teoria baseada nos custos de transação

Esta teoria tem a especificidade dos ativos e os respectivos custos da sua transação, como a variável fundamental na explicação da estrutura de capitais. Os custos de transação estão ligados à existência de custos no uso do mercado. Isto implica que, não são só as atividades de produção que acarretam custos, mas também a atividades de compra e venda de ativos. Assim, a empresa deve ser considerada como um conjunto de contratos que pretendem mitigar os custos de produção, bem como os custos de transação associados aos ativos utilizados na atividade (Zylbersztajn, 1995).

Ativo é definido pelo IASB – *International Accounting Standards Board* (2001) como um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que sejam formados futuros benefícios económicos.

Segundo Pohlmann *et al.* (2004), os ativos podem ser classificados através de três características: (i) quanto ao grau de liquidez – circulante, realizável a longo prazo e imobilizado para efeitos de demonstrações de Resultados; (ii) quanto à existência física – tangível e intangível, isto é, a possibilidade ou não de um ativo ser tocado; e (iii) quanto à reempregabilidade, podendo ser categorizados em ativos específicos e não-específicos pela possibilidade de serem utilizados em outra atividade que não a que lhe é específica. Por isso, quanto maior for a especificidade dos ativos utilizados na atividade, maior a dificuldade na sua eventual venda, fazendo aumentar os custos de transação associados (Zylbersztajn, 1995).

Para Williamson (1985), existem quatro fontes de especificidade de ativos: (i) Especificidade de localização: decisões que visam minimizar os custos de stock e de transporte, podem gerar ativos com especificidade de localização, que não são fáceis de ser movimentados (por exemplo, uma subestação de distribuição de energia elétrica); (ii) Especificidade física: as características de *design* podem reduzir o valor do ativo numa eventual aplicação alternativa (por exemplo, equipamentos produzidos através de encomenda); (iii) Especificidade do capital humano: surge, fundamentalmente, através do processo “aprender fazendo” dos empregados de uma empresa, sendo mais relevante nas atividades de investigação e desenvolvimento das empresas; (iv) Especificidade de ativos exclusivos: surge nos casos em que o fornecedor faz um investimento que, exceto pela perspectiva da venda de uma quantidade expressiva de produto para determinado

cliente, não seria feito (por exemplo, investimentos de fornecedores em peças específicas para uma determinada máquina).

Ainda Williamson (1991a), e Farina *et al.* (1997), referem mais duas especificidades do ativo: (i) a marca de uma empresa, sendo particularmente relevante no mundo dos *franchisings*; e (ii) espaço temporal, em que o valor de uma transação depende, sobretudo, do momento em que ela se processa, sendo especialmente relevante no caso da negociação de produtos perecíveis. Assim, segundo Williamson (1988), os capitais próprios e alheios, têm normalmente pesos diferentes na estrutura financeira, de acordo com a capacidade e especificidades dos ativos. Nesse sentido, o endividamento está positivamente relacionado com ativos com uma baixa especificidade, enquanto que a utilização de capitais próprios está mais associada com um nível alto de especificidade.

Balakrishnan e Fox (1993) consideram os ativos específicos, em especial os associados ao capital humano, fontes essenciais de vantagens competitivas sustentáveis das empresas, porque podem diminuir custos ou aumentar a qualidade da oferta e capacitar a empresa, para diferenciar cada vez mais os seus produtos e serviços dos seus competidores. No entanto, esses ativos específicos, sobretudo intangíveis como pesquisa e desenvolvimento, marca e outros investimentos de reputação, podem ser difíceis para os agentes externos (instituições financeiras) controlarem, compreenderem e avaliarem, o que os torna mais complicados de serem reempregues e em consequência, vendidos, tendo custos de transação superiores.

Assim, empresas com mais ativos específicos tendem a ter menos endividamento. Por outro lado, face à ligação estreita entre os ativos intangíveis, as vantagens competitivas sustentáveis e o sucesso empresarial, as empresas com maior especificidade na sua atividade recorrem com maior frequência ao financiamento através de capitais próprios, em virtude de os proprietários pretenderem proteger mais o conhecimento associado ao negócio e, desse modo, garantirem a maior parcela do valor acrescentado criado (Williamson, 1985).

1.3.7. Teoria Baseada no Controlo da Empresa

Esta teoria está relacionada com a composição da estrutura de proprietários e a sua relação com o tipo de governação da empresa. Destacam-se vários estudos elaborados ao longo dos anos: Kim e Sorensen (1986), Stulz (1988), Harris e Raviv (1988 e 1991), Rajan e Zingales (1995), e La Porta *et al.* (1999).

Kim e Sorensen (1986) verificaram que existia uma relação positiva entre o nível de endividamento e a gestão composta, na sua maioria, por acionistas. Tal, justificava-se pela facto, destes últimos, terem uma maior preocupação com a rentabilidade a gerar pela atividade.

Quanto a Stulz (1988) e Harris e Raviv (1988) identificaram que as empresas perante ameaças de *takeovers* por parte de potenciais investidores, tendem a endividar-se como forma de atribuírem um sinal de confiança e de saúde financeira para os mercados, incrementando o valor dos títulos e dificultando a eventual aquisição. Porém, Harris e Raviv (1991) defendem que as mudanças nas estruturas de capitais decorrentes das ameaças de *takeovers*, não permitem fazer uma leitura sobre as decisões financeiras, uma vez que têm apenas como finalidade objetivos de curto prazo.

Rajan e Zingales (1995), observaram que nas empresas cuja administração fosse constituída na sua maioria por acionistas, existiam menos custos de agência e maior facilidade na constituição de novo capital próprio. Adicionalmente, constataram que se os acionistas fossem instituições financeiras, haveria maior probabilidade de as empresas aumentarem o seu nível de endividamento.

Finalmente, La Porta *et al.* (1999), verificaram que em muitos países a propriedade das empresas é dominada por algumas famílias que, tendencialmente, nomeiam elementos da própria família para a gestão das organizações, facilitando o controlo sobre a governação das sociedades e diminuindo o poder de intervenção dos proprietários minoritários, inclusivamente, na escolha das fontes de financiamento da atividade. Deste modo, podemos concluir que nesta teoria, a estrutura de capitais da empresa é sobretudo condicionada pelo tipo de proprietários e a sua influência na gestão das organizações.

1.3.8. Teoria do *market timing*

Marsh (1982) constatou que as condições de mercado e os preços históricos dos títulos influenciavam a decisão de escolha entre capital próprio e alheio para o financiamento da atividade. Mais tarde, Graham e Harvey (2001), não conseguiram explicar a estrutura de capitais através das teorias tradicionais *trade-off* e *pecking order*, verificando a existência da prática de *market timing* nas bolsas de valores, o que sugeria que os gestores procuravam momentos ótimos para emitir ações, condicionando dessa forma, a decisão de financiamento.

Assim, Baker e Wurgler (2002), introduzem a teoria *market timing*, na qual a estrutura de capitais de uma empresa resulta das experiências anteriores dos gestores relativamente ao valor dos títulos cotados em bolsa, decidindo emitir novas ações quando verificam que estão sobreavaliadas e recomprando quando percecionam que estão subavaliadas. No seu trabalho relacionaram o nível de endividamento com o rácio *market-to-book* (valor mercado ativos / valor contabilístico ativos) e constataram que a prática de *market timing* era relevante para explicar a estrutura de capitais e que o seu efeito tinha impacto no longo prazo. Assim, de acordo com esta teoria, o nível de endividamento é baixo quando o valor de mercado da empresa é alto e elevado quando a cotação dos títulos é inferior face aos valores históricos.

Todavia, ao longo do tempo, vários investigadores estudaram o comportamento de *market timing*, nomeadamente La Porta (1996), La Porta *et al.* (1998), Frankel e Lee (1998) e Shleifer (2000), tendo constatado igualmente, que o *market-to-book* (MTB) está inversamente relacionado com a rentabilidade futura das ações.

Finalmente, queremos ainda salientar que, outros estudos não confirmaram totalmente o efeito da teoria de *market timing* na estrutura de capitais. Hovakimian (2004) e Frank e Goyal (2004) não conseguiram evidenciar que o *market timing* tivesse efeito a longo prazo na estrutura de capitais, porque existiam outras operações financeiras que poderiam condicionar a escolha das fontes de financiamento. Welch (2004) verificou que a emissão de novos títulos era condicionada pelos preços históricos, o que estava relacionado com o facto das empresas não pretenderem contrariar os efeitos das variações dos preços sobre a estrutura de capitais e não com práticas de *market timing*.

Deste modo, esta teoria defende que as empresas recorrem à emissão de dívida quando há subavaliação do mercado (rácio MTB baixo) e emitem ações quando estas se encontram sobrevalorizadas (rácio MTB elevado), sendo a estrutura de capitais condicionada pelo esforço por parte dos gestores, em obter maiores montantes de financiamento através das expectativas dos investidores, espelhadas nas cotações dos títulos.

1.4. As teorias sobre a maturidade da dívida

Adicionalmente à explicação da estrutura de capitais, as teorias pretendem também evidenciar os fatores que condicionam a maturidade da dívida das empresas (Barclay e Smith, 1995).

A teoria da agência, nomeadamente, no que respeita aos conflitos de interesses entre proprietários e credores, permite retirar algumas conclusões sobre a duração do financiamento. Para tal, vamos abordar simultaneamente as variáveis ritmo de crescimento, dimensão das empresas e importância dos ativos colaterais:

- Ritmo de crescimento: as empresas com taxas de crescimento superiores, têm mais necessidades financeiras. Como os financiamentos de maior maturidade apresentam custos superiores, a sua contratação, poderá levar ao sub-investimento por parte dos proprietários, pois, ficarão com menores parcela dos lucros dos projetos. Assim, Myers (1977) e Johnson (2003) indicam como alternativa a negociação sucessiva de endividamento de curto prazo com remunerações inferiores. Barclay e Smith (1995) e Guedes e Opler (1996) encontraram evidências de existência de uma relação positiva entre o endividamento de curto prazo e o nível de crescimento. Já Stohs e Mauer (1996) verificaram uma relação inversa;
- Dimensão da empresa: as pequenas e médias empresas têm características que forçam-nas a negociar com maior frequência o endividamento de curto prazo (Smith, 1986; Blackwell e Kidwell, 1988; Whited, 1992; Barclay e Smith, 1995 e Korner, 2007): volatilidade superior de

rendibilidade, divulgação de informações financeiras menos fidedignas e menor notoriedade junto das instituições financeiras, o que incrementa o risco e a maior dificuldade no acesso ao endividamento de médio e longo prazo. Whited (1992), Carey *et al.* (1993) e Krishnaswami *et al.* (1999) também chamaram a atenção para a importância dos custos das operações financeiras serem mais facilmente diluídos através das economias de escala dos financiamentos de maior montante realizadas pelas empresas de maior dimensão;

- Ativos colaterais: os ativos, nomeadamente os tangíveis, são utilizados muitas vezes como garantias para o cumprimento das obrigações financeiras (Whited, 1992). Assim, quanto mais ativos colaterais as empresas puderem disponibilizar como garantias, mais facilmente conseguirão obter financiamentos nas condições desejadas, em montantes, custos e prazos (Korner, 2007). O endividamento com maior maturidade, apresenta maiores restrições de acesso que o de curto prazo, porque contratos com maior duração têm uma maior probabilidade de incumprimento por parte das empresas devedoras. Assim, normalmente os custos e o grau de exigência dos requisitos de acesso a esta modalidade de financiamento são superiores, exigindo maiores garantias colaterais que muitas empresas de menor dimensão não conseguem prestar.

Quanto à teoria dos sinais, defende que a maturidade do endividamento está relacionada com a qualidade da empresa (Flannery, 1986; Barclay e Smith, 1995; Stohs e Mauer, 1996 e Ozkan, 2002):

- Empresas com menor qualidade, negociam mais o endividamento de médio e longo prazo porque, receiam que os contratos de crédito de curto prazo possam vir a não ser renovados;
- Por outro lado, as empresas que sejam uma referência de elevada qualidade utilizam preferencialmente o endividamento de curto prazo como forma de darem um sinal positivo aos investidores sobre o futuro do negócio, sobre a capacidade de renovação do endividamento e, em simultâneo, de evitarem os prémios de risco associados à dívida com maior maturidade.

Diamond (1991) também verificou que as empresas com melhores *ratings* recorriam mais ao crédito de curto prazo. As com pior *rating* tendiam a negociar dívida com prazos mais dilatados, como forma de fugirem à renegociação constante dos contratos. Para além disso, o investigador observou ainda que, as empresas com *ratings* muito baixos também recorriam ao endividamento de curto prazo, porque não tinham capacidade para negociar empréstimos com maior maturidade.

No que diz respeito à importância do nível de alavancagem, vários trabalhos (Morris, 1992; Leland e Toft, 1996; Stohs e Mauer, 1996; Antoniou *et al.*, 2006 e Teruel e Solano, 2010) observaram que as empresas com maiores níveis de endividamento, tendiam a negociar mais dívida de médio e longo prazo para evitar o risco de falência.

Já Kane *et al.* (1984) constataram que quanto menor for a vantagem fiscal ao nível do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas, maior deverá ser a maturidade do endividamento, porque face ao maior custo financeiro incorrido nos diversos exercícios, existirão maiores poupanças fiscais ao longo do tempo. Brick e Ravid (1985), Stohs e Mouer (1996), Ozkan (2002) e Korner (2007) verificaram que quanto maior era o endividamento de médio e longo prazo, menor tendia a ser a taxa efetiva de imposto.

Finalmente, é ainda referida por diversos autores (Stohs e Mouer, 1996; Ozkan, 2002; Korner, 2007 e Teruel e Solano, 2010) a importância do *matching* entre a maturidade do endividamento e o grau de liquidez dos ativos. Assim, a decisão sobre a maturidade das fontes de financiamento surge associada à combinação ideal de capital próprio e de capital alheio que minimize o custo de financiamento e em simultâneo, não pressione a tesouraria, gerando os *cash-flows* necessários para cobrir os ativos de menor liquidez. Então, quanto menor for a liquidez dos ativos, maior tenderá a ser a maturidade das dívidas negociadas.

CAPÍTULO II – ESTUDO EMPÍRICO

2.1. O Sector bancário angolano

Tal como anteriormente referido, o presente trabalho de investigação pretende estudar os determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, tendo em consideração as diversas teorias apresentadas na revisão de literatura sobre o tema. Sendo assim, iremos abordar de seguida os seguintes pontos, que pretendem caracterizar esta indústria que se espera que tenha um forte crescimento durante os próximos anos:

- A sua evolução histórica, tendo em consideração os principais acontecimentos desde a obtenção da independência;
- A sua situação atual, tendo em referência, entre outros temas, a dimensão do mercado, os tipos de competidores, a oferta de produtos e os indicadores de funcionamento das instituições;
- As perspectivas futuras, de acordo com a evolução económica e financeira esperada para o país.

2.1.1. A evolução histórica do setor bancário angolano

Aquando da independência do país em Agosto de 1975, o setor bancário angolano era constituído pelo Banco de Angola e por outros 5 bancos comerciais, nomeadamente (Pires, 2009):

- O Banco Comercial de Angola (BCA);
- O Banco de Crédito Comercial e Industrial (BCCI);
- O Banco Totta Standard de Angola (BTSA);
- O Banco Pinto & Sotto Mayor (BPSM);
- O Banco Inter Unido.

Para além destas instituições existiam quatro estabelecimentos especiais de crédito:

- O Instituto de Crédito de Angola (ICRA);
- O Banco de Fomento Nacional (BFN);
- Caixa de Crédito Agropecuário;
- Montepio de Angola.

Ainda para Pires (2009): Após a independência, o sistema bancário passou a contar com apenas duas instituições, o Banco Nacional de Angola (BNA) e o Banco Popular de Angola (BPA) que apenas tinha autorização para captar poupanças, uma vez que lhe era vedada a atividade de concessão de créditos cuja responsabilidade era exclusiva do BNA. As restantes instituições financeiras que existiam na época, como seguradoras e entidades mutualistas, foram confiscadas e integradas numa única entidade estatal denominada de Empresa Nacional de Seguros e Resseguros de Angola. Após a queda do bloco socialista em 1988, o governo angolano afastou-se do modelo económico centrado no estado e, progressivamente, tentou adotar uma economia de mercado, tendo existido obviamente alterações na atividade bancária. Assim, em 1991 o setor

bancário é aberto à iniciativa privada passando-se a ter um sistema bancário com dois níveis claramente distintos (Pires, 2009):

- O primeiro, é constituído pelo Banco Nacional de Angola, investido das funções de banco central, funcionando como emissor e supervisor do sistema financeiro;
- O segundo, destina-se aos bancos comerciais e de investimento.

Deste modo, a partir de 1991 o setor bancário teve um elevado incremento da atividade, sendo criados novos bancos angolanos como são os casos do Banco de Poupança e Crédito (que na prática substituiu o antigo Banco Popular de Angola) e o Banco de Comércio e Indústria, e surgindo pela primeira vez, sucursais de bancos portugueses, nomeadamente do Banco Totta & Açores, do Banco de Fomento Exterior e do Banco Português do Atlântico (BNA, 2013). Posteriormente, face à maior solidez financeira do país, as sucursais acima referidas, tornaram-se instituições financeiras de direito angolano, tendo as seguintes designações: Banco Totta de Angola, Banco Fomento de Angola e Banco Millennium de Angola (Pires, 2009). Para além disso, nos últimos anos, face à estabilidade política do país e às expectativas de crescimento sustentado da economia, o setor bancário cresceu exponencialmente, existindo atualmente diversos *players* nacionais e internacionais a realizar esta atividade tão importante para o desenvolvimento económico e social de Angola.

2.1.2. A situação atual do setor bancário angolano

Segundo o (BNA,2011) na avaliação do desempenho do sistema financeiro do segundo trimestre, afirma que o setor bancário em Angola é constituído atualmente por 23 instituições de crédito, sendo três públicas e 20 privadas. Em simultâneo, estão autorizadas a funcionar 30 casas de câmbio, uma sociedade de remessa de valores e uma sociedade de micro crédito. De seguida, apresentamos um quadro com a lista atual das instituições que constituem o setor bancário de Angola.

Quadro 2: Bancos a atuar em Angola

Bancos Públicos	Bancos Privados Nacionais	Filiais de Bancos Estrangeiros
<ul style="list-style-type: none"> - Banco de Comércio e Indústria - Banco de Desenvolvimento de Angola - Banco de Poupança e Crédito 	<ul style="list-style-type: none"> - Banco Africano de Investimentos - Banco Comercial Angolano - Banco Sol - Banco Regional do Keve - Banco BAI, Micro-Finanças - Banco Internacional de Credito - Banco Privado Atlântico - Banco de Negócios internacional - Banco Kwanza de Investimento - Banco Angolano de Negócios e Comércio - Banco Comercial do Huambo - Banco para Promoção e Desenvolvimento - Banco Valor 	<ul style="list-style-type: none"> - Banco Caixa Geral Totta de Angola - Banco de Fomento Angola - Banco Espírito Santo Angola - Banco Millennium Angola - Banco VTB-África - Finibanco Angola - Standard Bank

Fonte: Adaptação Própria

Para se ter uma melhor perceção da evolução do setor, apresentamos também um quadro com a evolução do número de instituições bancárias a funcionar desde 2005 a 2011.

Quadro 3: Evolução do número de instituições financeiras a atuar em Angola

Bancos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Públicos</i>	2	3	3	3	3	3	3
<i>Mistos</i>						1	1
<i>Privados Nacionais</i>	7	9	10	10	10	12	12
<i>Filiais de Bancos Estrangeiros</i>	4	5	6	6	6	7	7
Total	13	17	19	19	19	23	23

Fonte: Adaptado de BNA, 2011

De modo a demonstrarmos o elevado crescimento do setor bancário em Angola, apresentamos de seguida a evolução registada durante os anos de 2008 a 2011 de vários indicadores relativos às 23

instituições financeiras a atuar no país: ativo líquido, volume de negócios, montante dos depósitos bancários, número de empregados, de balcões e de caixas automáticas (ATM's) existentes no território.

Quadro 4: Indicadores de crescimento do setor bancário em Angola²

Descrição	2008	2009	2010	2011	Variação 08-11
Ativos Totais	2.504.323,00	3.267.000,00	4.109.473,00	4.954.860,00	97,8%
Volume de negócios	779.257,00	1.242.361,00	1.500.972,00	1.845.349,00	136,8%
Depósitos Bancários	1.434.000,00	2.355.402,00	2.710.145,00	3.640.507,00	153,8%
Número de empregados	7.983	9.334	12.588	13.745	72,2%
Número de balcões	578	687	838	991	71,5%
Número de ATM's	614	849	1.138	1.311	113,5%

Fonte: Adaptado de KPMG, 2011

Ao observarmos os indicadores apresentados, podemos constatar que o crescimento foi elevado nos anos analisados, destacando-se o incremento nos montantes de depósitos bancários obtidos e do volume de negócios que ultrapassaram mais do dobro dos valores iniciais. Assim, evidencia-se o maior alcance junto das populações das diferentes provinciais, sendo igualmente comprovado, pelo maior número de balcões e de ATM's disponíveis que cresceram de 2008 para 2011 em 113,5% e 71,5%, respetivamente. Para além disso, é importante salientar que o número de empregados em 2011 já atinge quase as 14.000 pessoas e que o volume de bens e direitos das instituições financeiras já é de cerca de 5.000.000 milhões de AOA. Assim, constata-se que o setor bancário tem sido um dos que maior crescimento tem tido na economia angolana, sendo uma consequência da liberalização da atividade económica e dos investimentos realizados tanto em infraestruturas públicas como no setor empresarial. Para além da evolução destes indicadores, o crescimento do setor também pode ser comprovado pelo vasto leque de produtos que hoje os bancos oferecem aos seus clientes e que incluem entre outros: cartões VISA, *mobile banking* (realização de operações pelo telemóvel), cartões de débito multi caixas, *homebanking* para o segmento de empresas, micro crédito, transferências bancárias, emissão de cheques, transferências bancárias para o estrangeiro e terminais de pagamento automáticos em estabelecimentos comerciais (KPMG, 2011). No que diz respeito à rentabilidade do setor, verifica-se uma evolução positiva dos resultados obtidos pelos diversos bancos. Em simultâneo, verifica-se que fruto dessa capacidade para gerar autofinanciamento, o património das instituições que constituem o setor tem-se tornado cada vez mais sólido, tendo o capital próprio aumentado 203% ao longo dos anos analisados.

² Ativos Totais, Volume de negócios e depósitos bancários em milhões de AOA

Quadro 5: Rendibilidade dos capitais próprios do setor bancário de Angola (milhões de AOA)

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Resultados Líquidos	64.534,00	98.678,00	127.640,00	125.120,00	93,9%
Capitais Próprios	78.199,00	303.203,00	441.892,00	539.744,00	590,2%
Rendibilidade Capitais Próprios	82,5%	32,5%	28,9%	23,2%	-71,9%

Fonte: Adaptado de KPMG, 2011

Assim, é possível observar que a rendibilidade dos capitais próprios (RCP) diminuiu desde 2008 a 2011, o que é, em parte, explicado pelo efeito da acumulação de resultados ao longo dos exercícios económicos. Contudo, o setor regista em 2011 uma rendibilidade superior a 23%, o que é extremamente positivo face às condições económicas mundiais atuais.

Esta situação ainda se torna mais visível, se compararmos a rendibilidade do setor bancário de Angola com o da média dos países africanos. Analisando os dados do (South African Reserve Bank, 2011 citado por kpmg, 2011), verifica-se a boa prestação dos bancos angolanos, uma vez que apesar da descida de valor, a RCP continua bastante acima da média africana, que atingiu apenas os 16,4% em 2011, demonstrando que as instituições financeiras a atuar em Angola, representam boas oportunidades de investimento e de criação de valor para os seus acionistas.

Relativamente à estrutura financeira, verifica-se que os bancos angolanos têm privilegiado fundamentalmente o endividamento, o que também é explicado pela sua juventude, que condiciona o nível de resultados acumulados pelo número reduzido de exercícios económicos com atividade regular.

Quadro 6: Estrutura financeira do setor bancário de Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Capitais Próprios / Ativo Líquido	3,12%	9,28%	10,75%	10,89%	249%
Passivo / Ativo Líquido	96,88%	90,72%	89,25%	89,11%	-8%

Fonte: Adaptado de KPMG, 2011

Quanto ao risco financeiro, e embora o endividamento seja muito elevado, verifica-se que o crédito vencido e as provisões por atrasos nos recebimentos têm um valor muito reduzido na atividade das instituições.

Quadro 7: Risco de crédito no setor bancário de Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Provisões de cobranças duvidosas / Créditos concedidos	2,28%	4,04%	6,54%	6,42%	181,6%
Créditos vencidos / Créditos concedidos	2,12%	2,90%	5,53%	4,35%	105,2%

Fonte: Adaptado de KPMG, 2011

Assim, podemos concluir que o setor bancário angolano caracteriza-se fundamentalmente, pelo elevado crescimento que obteve ao longo dos últimos anos. O maior volume de atividade, exigiu mais investimentos e novas fontes de financiamento que assentaram sobretudo em endividamento. Para além disso, não é de estranhar que esses investimentos constantes na atividade tenham diminuído os índices de rendibilidade de 2008 para 2011. No entanto, continuam elevados face à realidade africana, sendo igualmente de destacar o risco reduzido de crédito, o que evidencia as boas perspetivas para o setor, face às previsões de crescimento sustentado da economia angolana durante os próximos anos.

2.1.3. Perspetivas de desenvolvimento do setor bancário angolano

Nos últimos anos, a economia angolana registou um dos maiores incrementos a nível mundial, tendo-se observado um crescimento médio de 12,5% entre 2005 e 2011. A par do desenvolvimento do setor petrolífero, tem existido por parte do governo um esforço enorme no sentido de existir uma maior diversificação da atividade económica, de modo a expor menos o país às crises internacionais. Assim, nos últimos anos verifica-se um crescimento, ainda que não tão rápido como seria desejável, da agricultura e dos setores secundário e terciário. De seguida, apresentamos a evolução do PIB e a contribuição de cada setor, de 2008 a 2011.

Quadro 8: Contribuição setorial para a evolução do PIB angolano

<i>Taxas de Crescimento do PIB real estrutura Percentual (%)</i>	2008	2009	2010	2011
<i>PIB a preços correntes (mil milhões de Kwanzas)</i>	6316,16	5988,68	7583,42	97824,17
Sector Primário	65,81%	56,94%	57,00%	59,39%
<i>Agricultura,</i>	6,60%	10,20%	9,90%	9,30%
<i>Pesca e Derivados</i>	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
<i>Diamantes e Outros</i>	1,10%	0,90%	1,00%	0,90%
<i>Petróleo</i>	57,90%	45,60%	45,90%	48,90%
Sector Secundário	10,20%	14,10%	14,50%	14,20%
<i>Indústria e Transformadora</i>	4,90%	6,20%	6,30%	6,20%
<i>Construção</i>	5,20%	7,70%	8,10%	7,90%
<i>Energia</i>	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Sector Terciário	24,00%	29,00%	28,50%	26,40%
<i>Serviços Mercantis</i>	17,90%	21,20%	21,00%	20,00%
<i>Outros</i>	6,10%	7,80%	7,40%	6,50%

Fonte: Adaptado do relatório e contas do BNA, 2011

O crescimento generalizado da economia angolana teve um impacto positivo no setor bancário, destacando-se o facto de que 6 dos bancos a atuar no país estarem considerados no *ranking* dos 100 maiores bancos do continente africano, tendo como referência vários indicadores financeiros, nomeadamente capital próprio, resultados, rendibilidades e ativo (African Business Magazine,

2011³). Assim, não surpreende a grande capacidade de crescimento demonstrada pelo setor durante os anos mais recentes, tanto na angariação de depósitos como na concessão contínua de empréstimos para o setor privado. O país ainda continua a enfrentar enormes desafios referentes às políticas de desenvolvimento, sendo estes: (i) a redução da dependência do petróleo; (ii) a diversificação da economia; (iii) a reconstrução de infraestruturas económicas e sociais; (iv) a melhoria da capacidade institucional, dos sistemas de governação e de gestão das finanças públicas e o desenvolvimento humano e as condições de vida da população.⁴ É obvio que, estes fatores têm dificultado o ritmo de diversificação da economia e funcionado como barreira ao desenvolvimento das pequenas e médias empresas e a criação de emprego. Nesse sentido, a taxa de desemprego ainda se situa em cerca de 26% e o índice de pobreza da população é de 36,6%⁵.

Quanto aos aspetos políticos e legais, destaca-se a crescente regulamentação em todas as áreas económicas, de forma a garantir a estabilidade política e legal no país. No setor bancário, o Banco Nacional de Angola também tem elaborado diversa legislação, salientando-se a criação da taxa LUIBOR (*Luanda Interbank Offered Rate*), da taxa de juro básica (taxa BNA), a legislação sobre a proteção ao consumidor de serviços e produtos financeiros em Angola, a diminuição das reservas obrigatórias em moeda nacional e o pacote regulamentar sobre a prevenção do branqueamento de capitais e financiamento ao terrorismo (BNA, 2013). Para além disso, espera-se que durante os próximos anos seja implementado o CONTIF nas instituições financeiras angolanas, bem como a aplicação das IFRS na elaboração das demonstrações financeiras (KPMG, 2011).

Em termos económicos, o desenvolvimento esperado do contexto empresarial, a par dos investimentos públicos em infraestruturas, do progresso das pequenas e médias empresas e da maior disponibilidade financeira da população em geral, permitem estimar que as instituições financeiras irão ter um papel importante a desempenhar no futuro próximo de Angola. De facto, a dinâmica do setor empresarial e diversificação esperada nas diferentes atividades económicas, irão criar o ambiente propício, não só para o crescimento do volume de créditos necessários para suportar o crescimento, mas também a oportunidade para a implementação de diversos produtos financeiros como o *leasing*, os seguros e diversos instrumentos de cobertura do risco financeiro e cambial. Em simultâneo, a criação da bolsa de valores nos anos mais próximos, irá também,

³ africanbusinessmagazine.com/.../2011-africas-top-10...

⁴ http://www.diarioangolano.com/attachments/article/2714/Perspectivas-Eco-em-Africa-2013_versao-condensada.pdf. Pagina acedida em 20.02.2013.

⁵ [www.worldwewant2015.org/file/372516/download/406059-Banco Africano de Investimento-](http://www.worldwewant2015.org/file/372516/download/406059-Banco-Africano-de-Investimento-) Pagina acedida em 20.02.2013.

proporcionar novas fontes de financiamento capazes de tornar mais sólidas as estruturas de capitais dos bancos a atuar em Angola. (Pedro. F., M. 2010). Por outro lado, a estabilidade política e o esforço na regulamentação das diversas áreas (fiscal, comercial, laboral, entre outras) irão proporcionar um ambiente mais favorável ao contexto empresarial, dinamizando a economia e, consequentemente, o setor bancário.

Finalmente, a presença cada vez maior de empresas de tecnologias de informação e de comunicação no território irá permitir igualmente, a constituição de uma oferta cada vez mais integrada de serviços bancários, que poderá incrementar também, o sucesso empresarial das instituições financeiras. Concluindo, podemos dizer que as expectativas de crescimento para o setor são as melhores.

2.2. Os objetivos de investigação

Este trabalho de investigação tem como principal objetivo estudar os determinantes da estrutura financeira das empresas do setor bancário de Angola, isto é, identificar que variáveis condicionam a utilização de endividamento ou de capital próprio no financiamento da atividade. Em simultâneo, pretende-se igualmente observar se existem fatores que condicionam a maturidade do endividamento.

Para tal, tivemos como base do trabalho de investigação as diversas teorias desenvolvidas ao longo do tempo sobre este tema e, assim, pretendemos observar se existem evidências empíricas de que as teorias abordadas na revisão de literatura sobre a estrutura de capitais se verificam neste tipo de empresas. Como tal, pretendemos verificar os seguintes objetivos específicos:

- Tendo por base os trabalhos de Modigliani e Miller, as empresas têm em referência o efeito de alavanca financeiro na decisão sobre a estrutura financeira a adotar;
- O efeito fiscal a obter com o financiamento ou com os custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações, imparidades e provisões) tem impacto na decisão do financiamento;
- O risco associado às empresas e os custos relacionados com uma maior possibilidade de falência condicionam a estrutura financeira;
- Os custos de agência e mais concretamente a notoriedade, o ritmo de crescimento e os fluxos de caixa disponíveis, influenciam a estrutura financeira;
- A assimetria da informação provoca uma hierarquização das fontes de financiamento da atividade;
- A estratégia implementada pelas empresas e os recursos utilizados na atividade têm impacto na estrutura financeira;
- A maior especificidade dos ativos condiciona a estrutura financeira definida.

Destacamos que, apenas as teorias sobre as questões de controlo e o *market timing*, que foram também estudadas na revisão bibliográfica, não foram abrangidas nos objetivos específicos. Isto porque, ambas aplicam-se, sobretudo, em empresas cotadas. Não havendo ainda bolsa de valores em Angola, não existiam dados disponíveis para podermos trabalhá-las empiricamente. De seguida, apresentamos as hipóteses de investigação a estudar.

2.3. Hipóteses de investigação e as Variáveis Utilizadas

Tendo por base as teorias abordadas ao longo da revisão de literatura, iremos de seguida apresentar as hipóteses de investigação que pretendemos estudar, e que pretendem identificar alguns dos determinantes da estrutura de capitais das empresas que constituem o setor bancário angolano.

O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller (EAF)

$$EAF = ROI - \text{Custo Financeiro}$$

Modigliani e Miller (1958) evidenciaram que se a rentabilidade gerada na atividade for superior ao custo de financiamento, a empresa deveria financiar-se através de capitais alheios, uma vez que aumentaria a rentabilidade aos proprietários por unidade monetária investida. Assim, na primeira hipótese de investigação pretendemos verificar se as empresas têm em consideração o efeito de alavanca financeiro para decidirem sobre a tipologia de fontes de financiamento a utilizar.

Para o cálculo do ROI - *Return On Investment*, tivemos em referência os resultados operacionais no numerador e o ativo líquido no denominador, seguindo a fórmula tradicionalmente utilizada nos estudos empíricos (Teixeira, 2013). No que diz respeito ao custo de financiamento, foi determinado pelo quociente entre os custos financeiros e o passivo (Rita, 2002).

Hipótese 1: Quanto maior for o efeito de alavanca financeiro, maior é o peso do passivo nas fontes de financiamento.

A Teoria *Trade-Off* e o Efeito Fiscal

- **A importância da taxa efetiva de imposto (TEI)**

$$TEI = \text{Imposto Sobre o Rendimento (IRC)} / (\text{Resultado Líquido} + \text{IRC})$$

Haugen e Sebert (1986), Booth *et al.* (2001) e Antoniou *et al.* (2002), entre outros, encontraram uma relação positiva entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o nível de endividamento. O facto de os custos financeiros serem considerados para efeitos de determinação do lucro tributável, incentiva a utilização de endividamento em prol de capitais próprios, sendo essa relação mais

acentuada quanto maior for a taxa de imposto cobrada pelo estado. Isto porque, quanto maior for a incidência tributária, maior a necessidade por parte das empresas em realizarem uma gestão fiscal mais eficaz. Relativamente à taxa efetiva de imposto é determinada em função da relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas e o resultado antes de impostos. Nesse sentido, pretendemos testar a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 2: Quanto maior for a taxa efetiva de imposto suportada, maior o nível de endividamento.

- **A importância dos outros benefícios fiscais (OBF)**

OBF = Logaritmo de amortizações, imparidades e provisões do Exercício

De Ângelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002), observaram uma relação negativa entre os OBF e o nível de endividamento. Isto porque, quanto maior for o valor dos custos não desembolsáveis aceites fiscalmente, menos necessidade as empresas têm de se endividar para conseguirem garantir uma gestão fiscal mais eficaz.

Por outro lado, Bradlye *et al.* (1984), Friend e Lang (1988) e Michaelas *et al.* (1999), constataram uma relação positiva entre as duas variáveis, justificando que os OBF estavam muito relacionados com investimentos estratégicos por parte das empresas, que exigiam a contratação de novas fontes de financiamento externas. No nosso entender, julgamos que a decisão de financiamento tem em consideração o efeito fiscal possível de obter e, por isso, quanto mais elevados forem os OBF aceites pelo fisco, menor deverá ser o peso do endividamento no financiamento da atividade, porque não irá ser importante para garantir poupanças fiscais. De forma a não condicionarmos os resultados de investigação, optámos por calcular o logaritmo dos OBF (Silva, 2006) tornando os valores desta variável mais adequados à escala das restantes variáveis em estudo, que na sua grande maioria são representadas em percentagem.

Hipótese 3: Quanto maiores forem os outros benefícios fiscais, menor o nível de endividamento.

Teoria *Trade-Off* e os Custos de Falência

- **A importância do custo de financiamento (CF)**

CF = Custos Financeiros / Passivo

Na teoria do *trade-off*, parte-se do pressuposto de que o endividamento é benéfico até determinado nível em que, a partir desse ponto, o risco financeiro percecionado pelos investidores torna-se superior, aumentando o custo do capital. Esta situação, é consequência dos custos associados à

eventual falência que, à medida que a probabilidade de ocorrerem aumenta, incrementam os custos das instituições de crédito e diminuem a rendibilidade criada para os proprietários. Assim, pretende-se na quarta hipótese de investigação relacionar o nível dos custos de financiamento com o peso do passivo (Myers, 1984).

Hipótese 4: Quanto maiores forem os custos financeiros, maior é o peso do passivo no financiamento da atividade.

▪ A importância do risco do negócio (RN)

$$RN = \text{Coeficiente de Variação de Pearson do Volume de Negócios (VN)} = \text{Desvio Padrão VN} / \text{Média VN}$$

A teoria do *trade-off* defende que as empresas com maior risco associado ao resultado operacional ou ao volume de negócios, têm maior possibilidade de não cumprirem os seus compromissos e nesse sentido, terão menos capacidade para financiarem a sua atividade através de capitais alheios. Para medir o risco iremos utilizar o coeficiente de variação de Pearson do volume de negócios, comumente usado em trabalhos empíricos (por exemplo, Kim e Sorensen, 1986 e Gama, 2000). Os resultados de investigação são contraditórios relativamente a este tema. Kim e Sorensen (1986), Michaelas *et al.* (1999), Mutenheri e Green (2002), Parreira (2013) apresentam uma relação positiva entre o risco e o endividamento. Porém, a maioria dos trabalhos encontram uma relação negativa (por exemplo, Bradley *et al.*, 1984; Friend e Lang 1988; Jensen *et al.*, 1992; Chung, 1993; Cassar e Holmes 2003 e Nivorozhkin 2003). Outros trabalhos não encontraram relação entre o endividamento e o risco (Kester, 1986; Titman e Wessels, 1988; Gardner e Trzcinka, 1992; Boyle e Eckhold, 1997; Drobets e Fix, 2003; Sogorb-Mira e Garcia, 2003 e Deesomsak *et al.*, 2004). Neste trabalho de investigação esperamos que as empresas com maior nível risco tenham endividamentos mais baixos.

Hipótese 5: Quanto maior for a volatilidade do volume de negócios, menor é o nível de endividamento.

▪ A importância da dimensão (DIM)

$$DIM = \text{Logaritmo do volume de negócios}$$

Na grande maioria dos trabalhos de investigação (por exemplo, Lowe *et al.*, 1994; Homaifar *et al.*, 1994; Barclay e Smith, 1995; Rajan e Zingales, 1995; Matias e Baptista, 1998; Jong e Veld, 2001; Goyal *et al.*, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Frank e Goyal, 2003; Deesomsak *et al.*, 2004; Fan *et al.*, 2006 e Parreira, 2013) a dimensão surge como um dos principais determinantes da estrutura de capitais, em virtude de que empresas maiores detêm maior capacidade para apresentarem

garantias colaterais às instituições financeiras, tendo por isso, mais facilidade na negociação de endividamento junto dos investidores, tanto ao nível de montantes, prazos e taxas de juro (Silva, 2006 e 2007).

Hipótese 6: Quanto maior for a dimensão das empresas, maior o nível de endividamento.

- **A importância dos ativos não correntes (ANC)**

$$ANC = \text{Ativo não Correntes tangíveis} / \text{Ativo Total Líquido}$$

Quanto maior for o valor dos ativos que podem representar garantias reais junto das instituições financeiras, maior é a capacidade de endividamento da empresa. Para se medir a capacidade dos ativos para serem garantias colaterais, é utilizado normalmente o peso dos ativos não correntes tangíveis sobre o ativo total, uma vez que representam usualmente a componente de maior valor do património das empresas (Rajan e Zingales, 1995, Matias e Baptista, 1998; Gama, 2000, Augusto, 2006 e Parreira, 2013).

Assim, a maioria dos estudos analisados, nomeadamente, Jensen *et al.* (1992), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999), Bontempi (2002), Pittman (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003), Sogorb-Mira (2005), Fan *et al.* (2006) e Parreira (2013), verificaram existir uma relação positiva entre o peso dos ativos tangíveis e o rácio de endividamento. Em sentido contrário, apenas o estudo de Nivorozhkin (2003) observou uma relação negativa entre o peso dos ativos não correntes tangíveis e o nível de endividamento. Deste modo, esperamos que quanto maior for o valor dos ativos que possam funcionar como garantias colaterais, maior tenderá a ser o nível de endividamento.

Hipótese 7: Quanto maior for o valor dos ativos não correntes tangíveis, maior é o nível de endividamento.

Teoria dos custos de agência

- **A importância da reputação (REP)**

$$REP = \text{Número de Anos de Atividade}$$

Vários investigadores (por exemplo, Diamond, 1989 e Ang 1991) defendem que a reputação é uma variável muito importante para diminuir os conflitos associados à teoria da agência, uma vez que nas empresas com uma imagem mais reconhecida pelo mercado, os gestores tendem a ter mais cuidado com as decisões que tomam, inclusivamente sobre as relacionadas com o financiamento

da atividade. Assim, tendem a escolher projetos mais seguros a fim, de preservarem a reputação da empresa, tendo maior poder de negociação junto dos credores. Para medir a reputação e de acordo com os procedimentos de vários trabalhos de investigação (Diamond, 1989; Ang, 1991; Vilabella e Silvana, 1997; Gama, 2002 e Parreira, 2013) vamos utilizar o número de anos das instituições, visto que a longevidade das organizações pode ser um indicador do seu bom desempenho ao longo do tempo.

Hipótese 8: Quanto maior a longevidade, maior é o nível de endividamento.

▪ **A importância dos fluxos de caixa disponíveis (FC)**

$$FC = \text{Logaritmo dos fluxos de caixa operacionais}$$

De acordo com a teoria da agência, a maior disponibilidade de fluxos de caixa provenientes do negócio poderá colocar menos pressão sobre a atividade dos gestores, levando-os a não terem tanto cuidado na tomada de decisão e, em simultâneo, a agirem em proveito próprio em prol dos interesses dos acionistas (Jensen e Meckling, 1976). Nesse sentido, os proprietários optam pelo financiamento da atividade através de endividamento, de modo a introduzir mais risco e menor segurança no emprego relativamente aos gestores, obrigando-os a tomarem as melhores decisões para garantirem o crescimento da empresa, os seus prémios e a remuneração para os detentores do capital (Grossman e Hart, 1982). Assim, esperamos que as instituições que apresentam maiores montantes de fluxos de caixa sejam aquelas que possuam igualmente maior montante de endividamento.

Hipótese 9: Quanto maiores forem os fluxos de caixa, maior é o nível de endividamento.

Teorias da assimetria da informação e da hierarquização das fontes de financiamento

▪ **A importância da rentabilidade (REND)**

$$REND = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total Líquido}$$

Ao nível da assimetria de informação a relação entre a rentabilidade e o endividamento tende a ser positiva, porque a utilização de capital alheio representa um sinal de confiança para o mercado sobre as expectativas futuras da atividade (Ross, 1977). No que diz respeito, à hierarquização das fontes de financiamento os investigadores têm observado que as empresas com maior capacidade para gerarem rentabilidade, detêm maior autofinanciamento, não recorrendo tanto ao endividamento. Assim, preferem utilizar os recursos próprios em prol de capital alheio, protegendo mais a informação sobre o negócio face a investidores externos (Myers, 1984).

A rentabilidade vai ser avaliada tendo em conta o rácio do ROI calculado da forma tradicionalmente utilizada nos trabalhos de investigação (por exemplo, Arias, *et al.*, 2000; Bevan e Danbolt, 2002; Teixeira, 2008; Bougatef e Chichti, 2010; Parreira, 2013 e Teixeira, 2013). Embora tenhamos encontrado um trabalho que evidenciou a existência de relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento (Pittam, 2002), a maioria dos estudos analisados sustenta uma relação negativa entre a rentabilidade e o nível do endividamento. Temos como exemplo os trabalhos de Kim e Sorensen (1986), Baskin (1989), Jensen *et al.* (1992), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999), Booth *et al.* (2001), Hovakimian *et al.* (2001), Goyal *et al.* (2002), Bevan e Danbolt (2002), Brailsford *et al.* (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003), Nivorozhkin (2003) e Sogorg – Mira (2005) e Parreira (2013).

Hipótese 10: Quanto maior for a rentabilidade, menor é o nível de endividamento.

- **A importância do Nível de Crescimento da Atividade (CRESC)**

$$CRESC = \text{Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido}$$

O crescimento da atividade incrementa o investimento necessário, o que implica a obtenção de novas fontes de financiamento. Como tal, se os fundos internos não forem em montante suficiente para cobrir as novas necessidades financeiras, as empresas são obrigadas a negociar fontes de financiamento assentes no capital alheio. Nesse sentido, torna-se possível testar a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (Baskin, 1989). Normalmente, os trabalhos de investigação analisam a relação entre o endividamento e o crescimento, considerando a taxa de crescimento do ativo (Hall e Hutchinson, 2000; Gama, 2000 e Simões, 2002). Nos estudos de Baskin (1989), Michaelas *et al.* (1999), Gama, 2000, Goyal *et al.* (2002), Cassar e Holmes (2003), Fan *et al.* (2006), verificou-se existir uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento. Contudo, noutros estudos analisados (Gardner e Trzcinka, 1992; Mehram, 1992 e Chung, 1993), observaram-se resultados contraditórios. Porém, neste trabalho de investigação julgamos que o crescimento incrementa o nível de endividamento, devido às maiores necessidades financeiras provocadas no âmbito do ciclo de exploração.

Hipótese 11: Quanto maior for o crescimento do ativo, maior o nível de endividamento.

Teoria do Posicionamento Estratégico

- **A importância do perfil dos clientes alvo – Valor médio de empréstimo (EMP)**

$$\text{Valor médio de Empréstimo (EMP)} = \text{Logaritmo Valor dos empréstimos concedidos} / \text{número de clientes}$$

Vários investigadores na área das instituições financeiras com atividade em mercados emergentes (como é o caso de Angola), chamam a atenção para a importância do valor das operações financeiras realizadas como forma de se identificar o posicionamento estratégico das organizações junto do mercado (Teixeira e Rodrigues, 2013). Ou seja, se o valor médio das operações financeiras tende a ser menor, significa que as instituições têm como público preferencial os clientes de menor dimensão com mais risco associado, uma vez que não apresentam garantias colaterais nem capacidade para pagar taxas de juro elevadas. Assim, tendencialmente a rentabilidade é menor, o que provoca uma maior necessidade na obtenção de endividamento para financiar a atividade. Assim, esperamos que as instituições financeiras com valor médio de empréstimo inferior tenham níveis de endividamento maiores. (Ambrozio, A. 2008), Borba, P.(2012);Daltro, H e Santana, J.(2010); Gonzalez .et.al.(2007); Omri,W. Chkoundali, R.(2011), Planet Finance Brasil (2008).

Hipótese 12: Quanto menor for o valor médio dos empréstimos, maior o nível de endividamento.

Teoria baseada nos custos de transação

- **A importância da especificidade dos ativos (AI)**

$$AI = \text{Ativo Intangíveis} / \text{Ativo Total Líquido}$$

Balakrihnan e Fox (1993), observaram uma relação negativa entre os ativos intangíveis e o nível de endividamento, justificando tal, com a sua especificidade e as suas características singulares, tornando-se difíceis de serem utilizados noutras atividades e de servirem como garantias colaterais para os credores. Em alternativa à fórmula que pretendemos utilizar, alguns investigadores (Jordan *et al.*, 1998 e Simões, 2002) propõem a utilização do investimento em investigação e desenvolvimento sobre o ativo. Contudo, derivado à gestão fiscal, muitas vezes as organizações optam por registar o custo da investigação e desenvolvimento em custos correntes do exercício e não nos ativos não correntes, dificultando a sua identificação nas demonstrações financeiras. Assim, optámos por trabalhar com o peso dos ativos intangíveis no ativo total, procedimento igualmente utilizado por vários investigadores (por exemplo, Parreira, 2013).

A maioria dos trabalhos estudados (Williamson, 1988; Titman e Wessels, 1988; Alonso, 2000 e Manos *et al.*, 2001) determinaram que a especificidade dos ativos detém uma relação negativa com o nível de endividamento. Apenas o estudo de Myers (1977) encontrou uma relação positiva entre estas variáveis. Assim, neste trabalho de investigação pretendemos comprovar a seguinte hipótese:

Hipótese 13: Quanto maior for a especificidade dos ativos, menor o nível de endividamento.

Variáveis dependentes representativas do nível de endividamento

Endividamento total (ET) = Passivo / Ativo Líquido

Endividamento de médio e longo prazo (EMLP) = Passivo médio e longo prazo / Ativo líquido

Endividamento de curto prazo = Passivo curto prazo / Ativo líquido

A variável dependente, relativa ao endividamento total, vai proporcionar o estudo da relação entre o nível de endividamento e os vários determinantes anteriormente referidos nas hipóteses elaboradas. No que diz respeito, às variáveis dependentes que dizem respeito ao endividamento de médio e longo prazo e de curto prazo, pretendem aferir eventuais relações significativas entre os determinantes a estudar e a maturidade das fontes de financiamento, permitindo uma análise mais detalhada sobre a estrutura de capitais das instituições financeiras angolanas. Vários trabalhos de investigação utilizaram estas variáveis dependentes. Por exemplo, Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Gomes e Leal (2000), Manos *et al.* (2001), Booth *et al.* (2001), Brito e Lima (2004), Rita (2003), Mira e Gracia (2003), Fama e French (2005), Ramadan (2009) e Couto e Ferreira (2010).

Quadro 9: Resumo das Hipóteses de Investigação

<i>Hipótese</i>	<i>Determinante</i>	<i>Sigla e Formula</i>	<i>Tipo de Relação</i>	<i>Teoria Correspondente</i>	<i>Referências Bibliográficas</i>
<i>H 1</i>	EAF	EAF= ROI- Custo Financeiro	+	Modelo Original de MM	Modigliani e Miller (1958),(Teixeira, 2013),(Rita, 2002).
<i>H 2</i>	TEI	TEI= IRC/ (RL +IRC)	+	Efeito Fiscal Trade -off	Haugen e Sebert (1986), Booth <i>et al.</i> (2001) e Antoniou <i>et al.</i> (2002).
<i>H 3</i>	OBF	OBF = Logaritmo de Amortização, Imparidades, Provisões do exercício	-	Efeito Fiscal Trade -off	DeAngelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002), Bradlye <i>et al.</i> (1984), Friend e Lang (1988) e Michaelas <i>et al.</i> (1999).
<i>H 4</i>	CF	CF= Custo Financeiro/ Passivo	+	Custos Falência Trade - off	Myers, 1984.
<i>H 5</i>	RN	R.N = Coeficiente de Variação de Pearson do Volume de Negócio (VN) = Desvio Padrão VN/ Media VN	-	Custos Falência Trade - off	Kim e Sorensen, 1986 e Gama, 2000).Kim e Sorensen (1986), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Mutenheri e Green (2002), Parreira (2013) Bradley <i>et al.</i> , 1984; Friend e Lang 1988; Jensen <i>et al.</i> , 1992; Chung, 1993; Cassar e Holmes 2003 e Nivorozhkin 2003), (Kester, 1986; Titman e Wessels, 1988; Gardner e Trzcinka, 1992; Boyle e Eckhold, 1997; Drobets e Fix, 2003; Sogorb-Mira e Garcia, 2003 e Deesomsak <i>et al.</i> , 2004).
<i>H 6</i>	DIM	DIM= Logaritmo do Volume de negócios	+	Custos Falência Trade - off	, Lowe <i>et al.</i> , 1994; Homaiifar <i>et al.</i> , 1994; Barclay e Smith, 1995; Rajan e Zingales, 1995; Matias e Baptista, 1998; Jong e Veld, 2001; Goyal <i>et al.</i> , 2002; Cassar e Holmes, 2003; Frank e Goyal, 2003; Deesomsak <i>et al.</i> , 2004; Fan <i>et al.</i> , 2006 e Parreira, 2013) (Silva, 2006 e 2007).
<i>H 7</i>	ANC	ANC = Activo não Correntes Tangíveis / Activo Total Líquido	+	Custo Falência Trade-off e Agência	(Rajan e Zingales, 1995, Matias e Baptista, 1998; Gama, 2000, Augusto, 2006 e Parreira, 2013),, Jensen <i>et al.</i> (1992), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Bontempi (2002), Pittman (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003), Sogorb-Mira (2005), Fan <i>et al.</i> (2006) e Parreira (2013), Nivorozhkin (2003).
<i>H 8</i>	REP	REP = Número de Anos de Atividade	+	Agência	(Diamond,1989, Ang, 1991, Vilabella e Silvosa, 1997, Gama, 2002 e Parreira, 2013
<i>H 9</i>	FC	FC= Logaritmo dos Fluxos de Caixa Operacionais	+	Agência	(Jensen e Meckling, 1976). (Grossman e Hart, 1982)
<i>H 10</i>	REND	REND= Resultados Operacionais / Activo Total Líquido	-	Assimetria de Informação	Ross, 1977). (Myers, ,1984). Arias, <i>et al.</i> , 2000; Bevan e Danbolt, 2002; Teixeira, 2008; Bougateg e Chichti, 2010; Parreira, 2013 e Teixeira, 2013). (Pittam, 2002), Kim e Sorensen (1986), Baskin (1989), Jensen <i>et al.</i> (1992), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas <i>et al.</i> (1999),Booth <i>et al.</i> (2001), Hovakimian <i>et al.</i> (2001), Goyal <i>et al.</i> (2002), Bevan e Danbolt (2002), Brailsford <i>et al.</i> (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003), Nivorozhkin (2003) e Sogorg – Mira (2005) e Parreira (2013).
<i>H 11</i>	CRESC	CRESC= Taxa de Crescimento Anual do Activo Total Líquido	+	Assimetria de Informação Pecking Order	(Baskin, 1989). (Hall e Hutchinson, 2000; Gama, 2000 e Simões, 2002). Baskin (1989), Michaelas <i>et al.</i> (1999), Gama, 2000, Goyal <i>et al.</i> (2002), Cassar e Holmes (2003), Sogorb-Mira (2005) e Fan <i>et al.</i> (2006), (Gardner e Trzcinka, 1992; Mehram, 1992 e Chung, 1993).
<i>H 12</i>	EMP	EMP= Logaritmo Valor dos empréstimos concedidos / número de clientes	-	Posicionamento Estratégico	Ambrozio, A. (2008), Borba,P.(2012);DaltroH e Santana, J.(2010); Gonzalez .et.al.(2007); Omri,W. Chkoundali,R.(2011), Planet Finance Brasil (2008);Teixeira e Rodrigues, 2013,
<i>H 13</i>	AI	AI = Ativo Intangives / Activo Total Líquido	-	Custo de Transação	Balakrihnan e Fox (1993), (Jordan <i>et al.</i> , 1998 e Simões, 2002) Parreira, 2013),, Williamson, 1988; Titman e Wessels,1988; Alonso, 2000 e Manos <i>et al.</i> , 2001) Myers (1977).

2.4. Metodologia de investigação

Para Freixo (2010: 177) *“A fase metodológica inclui todos os elementos que ajudam a conferir à investigação um caminho ou direção”*.

Para Carvalho (2009) a metodologia é o método, meio, caminho usado para atingir determinados objetivos definidos.

Assim, tendo em consideração que o objetivo principal deste trabalho de investigação é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano e que, este sofreu um crescimento exponencial durante os últimos anos e é constituído por 23 instituições com características e dimensões bastante diferentes, optou-se pela seguinte metodologia de investigação:

- O período em análise corresponde a 5 anos, incluindo os exercícios económicos de 2007 a 2011. Deste modo, pretende-se evitar eventuais distorções pontuais nas demonstrações financeiras provocadas pelo elevado crescimento da atividade destas empresas;
- Face à dificuldade na obtenção dos dados em várias empresas para o período analisado (algumas foram criadas recentemente, não possuindo dados para os anos analisados e, outras, não disponibilizaram a informação necessária) iremos utilizar a metodologia de estudo de caso, incidindo sobre 9 empresas.

Smith (2003) refere que a metodologia de estudo de caso restringe-se a uma unidade de análise exclusiva, o que muitas vezes, não permite extrapolar os resultados para a realidade que se pretende estudar.

Contudo, e tal como Yin (2009) defende, a metodologia de estudo de caso pode ser muito rica, pela análise pormenorizada e pela triangulação de informação da unidade que se está a estudar, podendo abrir caminhos para se encontrarem as respostas às questões que se pretendem evidenciar empiricamente.

Ora, ao analisarem-se os relatórios e contas de diferentes anos e de instituições financeiras de características tão diversas, que iremos apresentar no ponto seguinte do trabalho, julgamos que se irá obter uma visão bastante detalhada sobre os determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, deixando sugestões para a realização de trabalhos futuros que permitam evidenciar empiricamente os resultados do atual estudo.

Finalmente, quanto à tipologia do estudo de caso, Smith (2003) refere as seguintes categorias: (i) Descritivos - na área financeira baseiam-se na descrição de práticas contabilísticas e financeiras correntes da empresa em função de procedimentos adotados; (ii) Ilustrativos – pretendem evidenciar os resultados associados a práticas inovadoras desenvolvidas por determinada (s) empresa (s); (iii)

Experimentais – pretendem mostrar a execução de uma experiência de campo, indicando como deverá ser feito na prática determinado procedimento; (iv) Exploratórios – baseiam-se na investigação introdutória sobre o como e porquê são adotadas práticas específicas, como por exemplo, explorar as razões de determinadas práticas financeiras ou a criação de ideias e hipóteses (com o teste empírico a realizar numa fase seguinte) sobre as razões para a realização de determinadas práticas; (v) Explicativos – pretendem criar teorias que ofereçam esclarecimentos do caso estudado, ou seja, que expliquem a escolha das práticas observadas.

Deste modo, podemos dizer que neste trabalho pretendem-se realizar estudos de casos exploratórios. Mesmo tendo por base as hipóteses de investigação criadas, face ao número reduzido de empresas e à impossibilidade de se realizarem modelos de regressão multivariada, que testariam empiricamente essas hipóteses, a realização destes estudos de caso (com o auxílio de outras técnicas estatísticas que apresentamos no ponto 2.4.2) irá permitir construir ideias concretas sobre os determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, deixando o caminho aberto para futuras linhas de investigação que poderão ser testadas com maior número de unidades de análise.

2.4.1. Caracterização da amostra estudada

Tal como anteriormente referido, a amostra irá ser constituída por 9 instituições financeiras que atuam no mercado angolano, representando cerca de 39,13 % dos bancos presentes no país. Para além disso, queremos destacar que nessas unidades de análise constam as duas maiores instituições financeiras do país, nomeadamente o Banco de Poupança e Crédito e o Banco Espírito Santo Angola. Na amostra selecionada, pretendeu-se garantir um conjunto de instituições com características diferentes que pudessem representar o setor bancário angolano nas suas diferentes perspetivas. De seguida, apresentamos um quadro com as instituições financeiras que constituem a amostra e com algumas informações adicionais sobre o seu perfil.

Quadro 10: Instituições financeiras que constituem a amostra (dados de 2011)

Banco	Volume de Negócios	Crescimento 2007 - 2011	Capital Social	Idade	Número de colaboradores	Número de Agências	Número de Clientes	Tipo de Proprietários
Banco de Poupança e Crédito	81.768.554	194%	31.761.690	35	4.029	265	1.313.910	Estado Angolano
Banco de Fomento Angola	40.588.237	94%	3.522.996	18	2.172	158	902.614	Grupo Português
Banco Africano de Investimentos	50.182.990	171%	14.786.705	14	1.526	106	414.481	Privado Angolano
Banco Sol	9.203.697	213%	1.377.573	10	905	97	333.999	Privado Angolano
Banco Espírito Santo Angola	89.150.617	322%	14 564 797	9	562	34	45,097	Grupo Português
Banco Regional do Keve	4.091.642	160%	4.000.000	8	303	32	53.133	Privado Angolano
Banco Internacional de Crédito	36.871.486	141%	2.414.511	6	469	167	663.000	Privado Angolano
Banco Millennium Angola	12.161.306	241%	4.907.769	5	893	66	190.793	Grupo Português
Banco de Negócios Internacional	9.154.317	316%	6.039.104	5	468	44	63.493	Privado Angolano

Ao observarmos o quadro anterior, podemos verificar que as 9 instituições financeiras selecionadas são bastante heterogêneas entre si, tanto ao nível da dimensão, das taxas de crescimento da atividade, do tipo de proprietários, como ao nível no posicionamento estratégico adotado, havendo bancos que tentam abranger a globalidade do mercado e outros que se focam em determinados segmentos (para evidenciar melhor esta afirmação basta observarem-se as diferenças relativamente ao número de agências e de clientes de cada instituição).

Deste modo, é nosso entender que a amostra é representativa da realidade do setor bancário angolano, podendo assim, contribuir para estudarmos os determinantes da estrutura de capitais destas empresas.

2.4.2. Técnicas estatísticas a utilizar

Face à amostra a estudar ser constituída apenas por 9 instituições financeiras, iremos utilizar as seguintes técnicas estatísticas:

- Estatísticas descritivas de cada banco relativamente aos anos analisados, fazendo uma análise comparativa entre os diferentes estudos de caso;
- Coeficiente de correlação de Pearson onde se pretende averiguar eventuais relações entre os determinantes estudados e o nível de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo;
- Análise de clusters de modo a constituirmos grupos de empresas com perfis diferentes, de acordo com as suas características ao nível dos determinantes estudados;
- Análise de diferenças de médias, através do teste não paramétrico Kruskal-Wallis, a fim de verificarmos as características mais diferenciadoras dos perfis de empresas definidos esse apresentam níveis de endividamento (total, de médio e longo prazo e de curto prazo) diferentes.

3. Evidências Sobre as Teorias da Estrutura de capitais nas Instituições Financeiras em Angola

3.1. A evolução económica e financeira das instituições financeiras em Estudo⁶

O **Banco Poupança e Crédito (BPC)**, é o líder dos bancos comerciais de capitais públicos em Angola e foi constituído em 1976, Tem a sua sede em Luanda e um capital social de 31.761.690 AOA. Neste momento possui 265 agências, 4.029 colaboradores e 1.313.910 clientes. Ao nível da sua evolução económica nos anos estudados, verifica-se um crescimento exponencial do volume de negócios de 18 milhões de AOA para cerca de 82 milhões de AOA. Para além disso, verifica-se que os resultados também sofreram um incremento face aos primeiros em análise, mantendo valores bastante superiores a 10 milhões de AOA nos últimos 3 anos. Deste modo, verificamos que a rentabilidade dos capitais próprios tem sido elevada (somente em 2011) não foi superior a 20%. Quanto à rentabilidade do ativo, tem-se mantido em valores bastante inferiores, sendo uma consequência direta do investimento necessário para garantir o crescimento ocorrido.

⁶ Segundo a revista *African Business Magazine*, em Outubro de 2012, os bancos Angolanos BPC, BESA, BIC, BAI e BFA, constam na lista dos 100 maiores bancos de África, análise feita anualmente através de vários indicadores como os Capitais Próprios, Ativos Totais, Rentabilidades, entre outros.

Relativamente à evolução financeira verifica-se um elevado incremento do ativo, uma vez que passou de 213 milhões de AOA para cerca de 750 milhões de AOA. Quanto ao financiamento da atividade, verifica-se que tem sido feito sobretudo através do passivo de curto prazo que também cresceu de 6 milhões para 645 milhões de euros em 2011.

Quadro 11: Evolução Económica do BPC

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
VOLUME DE NEGÓCIO (VN)	18.022.694	32.223.677	55.394.335	67.550.266	81.768.554	50.991.905
TAXA DE CRESCIMENTO VN	Na	79%	72%	22%	21%	48,5%
RESULTADOS OPERACIONAIS (RO)	4.088.043	8.617.556	11.256.955	19.232.269	17.398.044	12.118.573
RESULTADOS LÍQUIDOS (RL)	3.564.694	7.287.863	11.130.264	17.165.515	13.296.049	10.488.877
RENDIBILIDADE DO ATIVO (ROI)	2%	1%	1%	7%	3%	3%
RENDIBILIDADE DO CAPITAL PRÓPRIO (RCP)	25%	34%	24%	26%	17%	25%

Quadro 12: Evolução Financeira do BPC

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	11.871.662	16.204.112	20.578.155	27.034.132	37.398.373	22.617.287
Ativo Corrente	201.885.191	349.351.095	443.087.181	646.071.939	711.867.772	470.452.636
Ativos Totais	213.756.853	365.555.207	463.665.336	673.106.071	749.266.145	493.069.922
Capital Próprio	14.126.961	21.414.824	46.890.232	67.213.268	80.521.707	46.033.398
Passivo de MLP	193.814.033	9.537.968	2.634.843	19.864.613	23.824.075	49.935.106
Passivo de CP	5.815.859	334.602.415	414.140.261	586.028.190	644.920.363	398.763.638
Passivo total	199.629.852	344.140.383	416.775.104	605.892.803	668.744.438	447.036.516

O **Banco Fomento Angola (BFA)**, é um banco comercial de capitais privados sendo 50,1% pertença do grupo português BPI e 49, 9% da Unitel, SA (empresa de telecomunicações de Angola). O BFA foi constituído em 1993, com sede em Luanda e possui atualmente um capital social de 3.522.996 AOA. Embora de menor dimensão que o BPC, tem a funcionar 158 agências, emprega 2.172 colaboradores e possui 902.614 clientes. Apresenta a característica de ter uma grande preocupação com a inovação e qualidade da sua oferta, introduzindo cada vez mais serviços por via da *internet* aos seus clientes. Contudo, o crescimento desta instituição foi cerca de metade do ocorrido no BPC, situando-se atualmente o volume de negócios em 40,5 milhões de AOA. Ao nível da rentabilidade, verifica-se que o BFA embora de menor dimensão, apresenta maiores margens conseguindo garantir maiores remunerações aos investidores. Ao nível da evolução financeira, verifica-se que o crescimento da atividade também tem sido financiado sobretudo através de passivos de curto prazo. De seguida, são apresentados os quadros relativos à evolução económica e financeira do BFA.

Quadro 13: Evolução Económica do BFA

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	19.084.856	30.522.943	30.385.441	41.444.903	40.588.237	32.405.276
TAXA DE CRESCIMENTO VN	na	60%	0%	36%	-2%	23,5%
RO	10.875.788	18.658.291	22.103.521	23.248.675	23.771.826	19.731.620
RL	7.768.548	16.847.324	19.886.129	24.067.809	23.746.380	18.463.238
ROI	4%	4%	4%	4%	3%	4%
RCP	27%	40%	40%	40%	34%	36%

Quadro 14 : Evolução Financeira do BFA

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	8.836.028	10.208.285	12.946.882	14.389.597	16.008.068	12.477.772
Ativo Corrente	257.654.032	463.814.402	515.854.663	583.185.572	656.913.028	495.484.339
Ativos Totais	266.490.060	474.022.687	528.801.545	597.575.169	672.921.096	507.962.111
Capital Próprio	28.494.363	42.340.767	49.591.403	60.733.228	68.835.532	49.999.059
Passivo de MLP	6.085.079	2.035.121	3.413.973	14.608.562	6.716.151	6.571.777
Passivo de CP	231.910.618	429.646.799	475.796.169	522.233.379	597.369.413	451.391.276
Passivo total	237.995.697	431.681.920	479.210.142	536.841.941	604.085.564	457.963.053

O **Banco Africano de Investimento (BAI)**, é um banco comercial de capitais privados angolanos, constituído em 1997 igualmente com sede em Luanda e possui um capital social de 14.786.705 AOA. Tem 106 agências, 1.526 colaboradores e 414.481 clientes. O BAI, apresenta como característica principal o facto de se encontrar internacionalizado em vários países na Europa, no Brasil, em São Tomé e Príncipe, em Cabo Verde e na África do Sul. Tem igualmente procurado inovar a sua oferta de serviços através da banca eletrónica (*internet*, ATM's, cartões, *home banking*, etc.). Quanto à sua evolução económica, o BAI teve igualmente um elevado crescimento do volume de negócios desde 2007, tendo atualmente uma dimensão ligeiramente superior ao BFA. Em termos de rentabilidade apresenta valores intermédios entre o BPC e o BFA. A nível financeiro, a evolução foi semelhante à das duas instituições anteriores, ou seja, ocorreu um elevado crescimento do investimento que foi sobretudo financiado através de passivo de curto prazo.

Quadro 15: Evolução Económica do BAI

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	13.967.260	27.651.652	35.342.382	53.657.241	50.182.990	36.160.305
TAXA DE CRESCIMENTO VN	Na	98%	28%	52%	-6%	43%
RO	8.861.449	13.731.175	24.059.382	20.205.924	17.358.741	16.843.334
RL	5.859.722	12.450.814	20.654.219	21.123.574	20.197.895	16.057.245
ROI	3%	2%	3%	3%	2%	3%
RCP	34%	31%	36%	29%	23%	31%

Quadro 16: Evolução Financeira do BAI

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	8.190.720	13.370.544	18.811.929	29.216.165	34.432.298	20.804.331
Ativo Corrente	265.987.618	559.875.664	720.251.024	746.475.392	1.096.978.118	677.913.563
Ativos Totais	274.178.338	573.246.208	739.062.953	775.691.557	1.131.410.416	698.717.894
Capital Próprio	17.406.898	39.586.947	56.812.682	72.772.701	87.686.577	54.853.161
Passivo de MLP	3.190.876	6.266.496	465.169	126.382.684	12.345.570	29.730.159
Passivo de CP	253.580.564	527.392.765	681.785.103	576.536.172	1.031.378.269	614.134.575
Passivo total	256.771.440	533.659.261	682.250.272	702.918.856	1.043.723.839	643.864.734

O **Banco Sol**, é também uma instituição financeira de capitais privados angolanos e foi constituído em 2001, igualmente com sede em Luanda. O seu capital social é de 1.377.573 AOA, tem 97 agências, 905 colaboradores e 333.999 clientes. Relativamente à amostra estudada, é um dos 4 bancos de menor dimensão. Quanto à evolução económica e financeira evidencia os mesmos aspetos dos bancos anteriores, isto é, elevado crescimento que exigiu um incremento do investimento na atividade, financiado sobretudo pelos passivos de curto prazo. Em simultâneo, verifica-se igualmente uma rentabilidade elevada dos capitais próprios, enquanto a rentabilidade da empresa foi reduzida ao longo dos anos analisados, o que evidencia o impacto no negócio do investimento realizado.

Quadro 17: Evolução Económica do Banco Sol

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	2.384.367	6.388.040	7.399.154	10.342.392	9.203.697	7.143.530
TAXA DE CRESCIMENTO VN	Na	168%	16%	40%	-11%	43%
RO	591.129	1.690.765	2.895.069	2.195.231	1.406.852	1.755.809
RL	456.587	1.597.214	2.942.937	2.472.784	2.363.995	1.966.703
ROI	2%	2%	3%	2%	1%	2%
RCP	31%	46%	47%	30%	24%	36%

Quadro 18: Evolução Financeira do Banco Sol

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	1.323.419	2.172.246	3.333.826	3.979.545	5.645.483	3.290.904
Ativo Corrente	34.127.728	80.845.364	100.316.587	116.448.457	127.507.263	91.849.080
Ativos Totais	35.451.147	83.017.610	103.650.413	120.428.002	133.152.746	95.139.984
Capital Próprio	1.457.285	3.466.053	6.235.351	8.119.548	9.692.249	5.794.097
Passivo de MLP	378.118	259.850	332.776	811.734	1.171.771	590.850
Passivo de CP	33.615.743	79.291.711	97.082.286	111.496.720	122.288.726	88.755.037
Passivo total	33.993.861	79.551.561	97.415.062	112.308.454	123.460.497	89.345.887

O **Banco Espírito Santo Angola (BESA)**, pertence maioritariamente ao grupo português BES que detém 51,94% do seu capital. Foi constituído no ano de 2002, tem sede em Luanda e um capital de 14.564.797 AOA. Neste momento possui 34 agências, 562 colaboradores e 45.097 clientes. Os seus produtos e serviços têm evoluído, de forma a proporcionarem cada vez mais uma oferta global e diferenciada aos seus clientes, destacando-se o desenvolvimento dos serviços via *internet* e o lançamento de cartões de crédito, de aplicações financeiras para captação de poupanças e de um fundo de pensões. A nível económico, é uma das instituições financeiras a estudar que tem maior dimensão, tendo registado uma taxa de crescimento média do volume de negócios na ordem dos 80%. A rentabilidade do ativo ainda é reduzida (em média cerca de 4%). Porém a rentabilidade dos capitais próprios é das mais altas da amostra, tendo em média o valor de 43%. Tal, fica a dever-se ao facto de que o crescimento foi financiado ao longo dos anos, sobretudo através de capitais alheios, destacando-se pela diferença face aos outros bancos, o peso elevado do passivo de médio e longo prazo.

Quadro 19: Evolução Económica do Banco Espírito Santo Angola (BESA)

DESCRIÇÃO	ANOS					MÉDIA
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	9.168.785	22.031.660	41.732.392	58.675.975	89.150.617	44 151 885
TAXA DE CRESCIMENTO VN	na	140%	89%	41%	52%	81%
RO	5.369.696	9.146.288	16.987.793	30.520.963	33.233.788	19.051.705
RL	5.322.581	9.060.000	16.842.000	30.489.000	31.820.000	18.706.716
ROI	4%	2%	3%	4%	6%	4%
RCP	47%	45%	47%	46%	31%	43%

Quadro 20: Evolução Financeira do Banco Espírito Santo Angola (BESA)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	5.560.330	14.507.553	22.102.165	39.395.578	242.589	16.361.643
Ativo Corrente	139.376.229	357.619.094	552.492.320	691.755.202	541.265.980	456.501.765
Ativos Totais	144.936.559	372.126.647	574.594.485	731.150.780	541.508.569	472.863.408
Capital Próprio	11.297.939	20.358.084	35.673.157	66.161.938	30.279.572	32.754.138
Passivo de MLP	747.154	1.273.482	310.838.954	397.954.855	315.820.479	205.326.985
Passivo de CP	132.891.466	350.495.081	228.082.375	267.033.987	195.408.518	234.782.686
Passivo total	133.638.620	351.768.563	538.921.329	664.988.842	511.228.997	440.109.671

O **Banco Regional do Keve**, é detido por capitais privados angolanos, tem a sede no Sumbe e a agência principal em Luanda. Apresenta um capital social de 4.000.000 AOA, possui 32 agências, 303 colaboradores e 53.133 clientes. Em termos de volume de negócios, é o banco mais pequeno da amostra, sendo a sua média de crescimento uma das mais baixas da amostra, bem como ao

nível da rentabilidade que se situa, relativamente à remuneração dos proprietários, na ordem dos 11%, o que é um valor bastante inferior ao obtido pelas restantes instituições financeiras estudadas. Tal, fica a dever-se a um maior equilíbrio na estrutura de capitais, entre o nível de capitais próprios e o de endividamento, relativamente aos outros bancos analisados, que apresentam uma maior importância dos capitais alheios nas fontes de financiamento.

Quadro 21: Evolução Económica do Banco Regional do Keve (KEVE)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	1.105.122	1.910.547	2.464.311	3.059.809	4.091.642	2.526.286
TAXA DE CRESCIMENTO VN	na	73%	29%	24%	34%	40%
RO	666.622	1.643.217	1.310.185	- 60.161	909.743	893.921
RL	439.678	1.138.799	1.170.104	183.386	628.506	712.095
ROI	4%	5%	3%	- 0,14%	1%	3%
RCP	9%	20%	17%	3%	8%	11%

Quadro 22: Evolução Financeira do Banco Regional do Keve (KEVE)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	1.066.704	1.965.748	3.044.059	2.128.180	3.005.953	2.242.129
Ativo Corrente	16.089.021	31.136.320	34.397.463	42.019.228	58.518.494	36.432.105
Ativos Totais	17.155.725	33.102.068	37.441.522	44.147.408	61.524.447	38.674.234
Capital Próprio	4.642.503	5.781.301	6.951.471	7.134.857	7.895.957	6.481.218
Passivo de MLP	552.560	273.946	205.225	197.983	226.400	291.223
Passivo de CP	11.960.663	27.046.823	30.284.843	36.814.566	53.402.090	31.901.797
Passivo total	12.513.223	27.320.769	30.490.068	37.012.549	53.628.490	32.193.020

O Banco Internacional de Crédito (BIC) também é detido por capitais privados angolanos e foi constituído em 2005. A sua sede é em Luanda e tem um capital social de 2.414.511 AOA. Possui 167 agências, tem 469 colaboradores e 663.000 clientes. Para além da inovação constante da sua panóplia de serviços, em 2008 o banco internacionalizou a sua atividade para Portugal, passando o banco BIC português a ser participado em 25% pelo grupo Amorim. A nível económico apresenta um crescimento mais moderado do que a maioria dos bancos que constituem a amostra, tendo atualmente um montante de volume de negócios na ordem dos 37 milhões de AOA, o que representa uma dimensão média, relativamente às 9 instituições financeiras analisadas. No que diz respeito à rentabilidade, verifica-se que o nível de remuneração dos proprietários é elevado, sendo uma consequência do crescimento da atividade ter sido financiado sobretudo através de endividamento.

Quadro 23: Evolução Económica do Banco Internacional de Credito (BIC) Angola

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	12.789.270	26.108.043	27.635.512	33.604.591	36.871.486	27.401.780
TAXA DE CRESCIMENTO VN	Na	104%	6%	22%	10%	36%
RO	6.002.775	12.839.746	16.236.451	15.918.708	16.158.684	13.431.273
RL	6.001.871	10.583.642	13.292.165	13.159.965	14.905.962	11.588.721
ROI	3%	4%	4%	4%	3%	4%
RCP	52%	48%	32%	25%	24%	36%

Quadro 24: Evolução Financeira do Banco Internacional de Credito (BIC) Angola

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	3.676.508	5.397.637	6.904.424	8.469.677	9.790.684	6.847.786
Ativo Corrente	170.883.616	335.040.093	375.970.933	442.481.963	515.524.290	367.980.179
Ativos Totais	174.560.124	340.437.730	382.875.357	450.951.640	525.314.974	374.827.965
Capital Próprio	11.446.639	22.030.280	41.119.952	52.313.998	61.958.507	37.773.875
Passivo de MLP	2.245.328	2.778.969	3.218.992	1.241.015	1.547.792	2.206.419
Passivo de CP	160.888.159	315.628.480	344.674.330	397.396.627	461.808.675	336.079.254
Passivo total	163.133.487	318.407.449	347.893.322	398.637.642	463.356.467	338.285.673

O **Banco Millennium Angola (BMA)**, constituído em 2006 com sede em Luanda, é detido atualmente em 52,70% pelo grupo português Millennium BCP, 31,50% pela Sonangol e 15,80% pelo Banco Privado Angolano. O seu capital social é de 4.907.769 AOA, possui 66 agências, 893 colaboradores e 190.793 clientes. Embora, apresente um crescimento elevado, é um dos bancos de menor dimensão da amostra. A rentabilidade apresenta resultados inferiores à maioria dos bancos analisados. Já a estrutura financeira assenta na mesma lógica das restantes instituições financeiras, ou seja, no endividamento, em especial no de curto prazo que, é a principal fonte de financiamento da atividade.

Quadro 25: Evolução Económica do Banco Millennium Angola (BMA)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	2.032.513	3.024.793	6.781.582	8.857.910	12.161.306	6.571.621
TAXA DE CRESCIMENTO VN	na	49%	124%	31%	37%	60%
RO	668.853	500.191	1.603.229	3.485.651	4.491.154	2.149.816
RL	531.725	433.014	1.589.825	3.018.456	4.129.794	510.913
ROI	3%	1%	2%	3%	3%	2%
RCP	13%	10%	11%	18%	18%	14%

Quadro 26: Evolução Financeira do Banco Millennium Angola (BMA)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	1.829.933	2.725.576	5.763.213	11.209.598	15.864.881	7.478.640
Ativo Corrente	23.669.288	45.663.208	89.961.591	112.359.990	154.998.712	85.330.558
Ativos Totais	25.499.221	48.388.784	95.724.804	123.569.588	170.863.593	92.809.198
Capital Próprio	4.051.721	4.484.735	14.083.830	17.102.287	22.574.438	12.459.402
Passivo de MLP	325.565	68.133	325.718	507.742	596.528	364.737
Passivo de CP	21.121.935	43.835.916	81.315.256	105.959.559	147.692.627	79.985.059
Passivo total	21.447.500	43.904.049	81.640.974	106.467.301	148.289.155	80.349.796

O Banco de Negócios Internacionais (BNI) é detido por capitais privados angolanos e foi constituído em 2006 com sede em Luanda. O seu capital social é de 6.039.104 AOA, possui 44 agências, 468 colaboradores e 63.493 clientes. Embora seja um banco de pequena dimensão, apresenta um crescimento médio elevado. Apresenta índices de rentabilidade ligeiramente abaixo dos restantes bancos, mas detém igualmente uma estrutura financeira que assenta sobretudo em capitais alheios.

Quadro 27: Evolução Económica do Banco dos Negócios Estrangeiros (BNI)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
VN	1.304.914	4.193.054	5.597.737	8.793.441	9.154.317	5.808.693
TAXA DE CRESCIMENTO VN	na	221%	34%	57%	4%	79%
RO	1.164.176	1.885.310	3.222.879	2.910.097	3.695.677	2.575.628
RL	1.174.760	1.879.867	3.012.204	2.947.948	3.220.695	2.447.095
ROI	3%	3%	3%	3%	3%	3%
RCP	42%	30%	33%	21%	19%	29%

Quadro 28: Evolução Financeira do Banco dos Negócios Estrangeiros (BNI)

DESCRIÇÃO	Anos					Média
	2007	2008	2009	2010	2011	
Ativo não Corrente	765.918	2.025.675	3.602.248	8.366.942	11.004.553	5.153.067
Ativo Corrente	32.432.717	55.148.884	103.186.199	104.237.596	104.712.041	79.943.487
Ativos Totais	33.198.635	57.174.559	106.788.447	112.604.538	115.716.594	85.096.555
Capital Próprio	2.791.292	6.164.233	9.157.638	13.948.635	16.537.582	9.719.876
Passivo de MLP	0	0	0	87.719	55.572	28.658
Passivo de CP	30.407.342	51.010.266	97.630.749	98.568.185	99.123.439	75.347.996
Passivo total	30.407.342	51.010.266	97.630.749	98.655.904	99.179.011	75.376.654

Em conclusão, observamos que genericamente as instituições financeiras que compõem a amostra, apresentam, tal como o setor no seu global, um elevado crescimento, valores de rendibilidade dos capitais próprios muito bons comparativamente à realidade do setor financeiro africano, baseando o financiamento da atividade no endividamento, tornando ainda mais importante a identificação dos determinantes que condicionam o acesso das empresas ao capital alheio, fundamental para cobrir as necessidades financeiras decorrentes do ritmo de crescimento acelerado que apresentam.

3.2. As estatísticas descritivas dos determinantes estudados

Após o estudo da evolução económica e financeira das empresas que constituem a amostra, realizámos a análise das médias dos determinantes estudados, em relação ao período de tempo definido (de 2007 a 2011).

Assim, de seguida apresentamos diversos quadros que nos permitem evidenciar os valores observados em cada banco, no que diz respeito ao impacto na estrutura financeira de cada teoria abordada, nomeadamente:

- O efeito de alavanca financeiro (EAF) de Modigliani e Miller;
- A teoria do *trade-off* e o efeito fiscal, onde se estudaram a taxa efetiva de imposto (TEI) e os outros benefícios fiscais (OBF);
- A teoria do *trade-off* e os custos de falência, onde se estudaram o nível de custos financeiros, o risco do negócio, a dimensão e os ativos não correntes tangíveis;
- A teoria dos custos de agência, onde se estudaram a reputação e os fluxos de caixa operacionais disponíveis;
- As teorias da assimetria da informação e da hierarquização das fontes de financiamento, onde se estudaram a rendibilidade e o nível de crescimento;
- A teoria do posicionamento estratégico, onde se estudou valor do empréstimo por cliente;
- A teoria dos custos de transação, onde se estudou a especificidade dos ativos.

Finalmente, foram ainda observadas as médias de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo, relativamente a cada uma das instituições financeiras analisadas.

O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller

Relativamente a esta variável, verificamos que a maioria das instituições financeiras analisadas (5) não consegue apresentar uma rendibilidade do ativo superior ao custo do endividamento, o que, de acordo com Modigliani e Miller, levaria as empresas a financiarem o investimento, sobretudo através de capitais próprios, de forma a otimizar a rendibilidade dos proprietários. Contudo, tal como anteriormente foi referido as empresas optaram claramente pelo endividamento para sustentarem o crescimento da atividade. Assim, o efeito de alavanca financeiro não deverá ser uma variável determinante para a escolha da estrutura de capitais do setor bancário angolano.

Quadro 29: Médias do efeito de alavanca financeiro

BANCO	EAF
BPC	-1,47%
BFA	0,48%
BAI	0,85%
SOL	-3,01%
BESA	-0,43%
KEVE	0,09%
BIC	0,15%
BMA	-0,16%
BNI	-0,44%

A Teoria *Trade-Off* e o Efeito Fiscal

Quanto à importância do efeito fiscal, podemos observar que a taxa efetiva de imposto situa-se entre os 17% e 1%, tendo na generalidade das instituições financeiras um valor entre 10% e 12%, o que é significativamente inferior à taxa de IRC angolana que é de 35%. Assim, julgamos que o efeito fiscal poderá ser um determinante do nível de endividamento do setor bancário de Angola, uma vez que os custos financeiros contribuem para diminuir a taxa efetiva de imposto a pagar. Ao nível da importância dos outros benefícios fiscais (amortizações e depreciações, imparidades e provisões) verifica-se que as empresas com taxas efetivas de impostos mais baixos não são aquelas que possuem um maior peso dos OBF face ao volume de negócios, o que significa que esta não é uma variável considerada pela gestão para obter uma maior poupança fiscal e por isso mesmo, não deverá apresentar uma relação forte com o nível de endividamento.

Quadro 30: Médias relativas às variáveis sobre o efeito fiscal

BANCO	TEI	OBF	OBF (%VN)	LOG(OBF)
BPC	11,83%	17.980.830	22%	7,15
BFA	9,32%	3.891.182	9%	6,57
BAI	12,36%	9.718.302	20%	6,89
SOL	11,20%	1.704.778	18%	6,20
BESA	1,16%	969.331	1%	5,67
KEVE	17,30%	688.704	18%	5,80
BIC	13,16%	3.823.506	11%	6,55
BMA	10,15%	1.579.622	13%	6,06
BNI	4,25%	1.117.585	11%	5,93

A Teoria *Trade-Off* e os Custos de Falência

Relativamente aos custos de financiamento, verifica-se que o valor mínimo é de 1,75% e o máximo não atinge o valor de 5%. Para além disso, constata-se que das 5 maiores empresas em termos de volume de negócios, 4 (BPC, BFA, BESA e BIC) apresentam alguns dos maiores custos financeiros (apenas o banco SOL é a exceção, uma vez que apresenta o custo financeiro mais alto e é uma das empresas de menor dimensão). Como tal, julgamos que as variáveis custo financeiro e dimensão poderão apresentar uma relação positiva com o endividamento, pois possivelmente, o crescimento exigiu maior endividamento e, logicamente maiores custos financeiros. Em simultâneo, verifica-se que a variação do volume de negócios foi elevada ao longo dos anos em análise, uma vez que o coeficiente de variação de Pearson apresenta variações entre os 30% e os 71%, o que demonstra o crescimento ocorrido no setor e a necessidade de contrair novos endividamentos. Quanto ao peso dos ativos não correntes tangíveis no total do ativo, verifica-se que é reduzido e que, é maior sobretudo nos bancos de menor dimensão (BMA, KEVE e BNI) o que poderá significar que não é uma variável importante para a explicação dos níveis de endividamento, uma vez que este, eventualmente está dependente preferencialmente dos níveis de créditos concedidos aos clientes, que incrementam as necessidades financeiras da atividade.

Quadro 31: Médias relativas às variáveis sobre os custos de falência

BANCO	CF	RN	VOLUME DE NEGÓCIOS (DIM)	LOG(DIM)	ANC
BPC	3,84%	50,76%	50.991.905	7,65	4,52%
BFA	3,44%	37,01%	40.293.025	7,58	2,52%
BAI	1,75%	53,68%	33.623.943	7,47	2,66%
SOL	4,89%	40,76%	8.400.452	6,89	2,62%
BESA	4,31%	71,22%	44.151.886	7,53	3,21%
KEVE	2,64%	43,84%	2.551.803	6,37	5,29%
BIC	3,46%	30,25%	28.515.964	7,43	1,81%
BMA	2,32%	63,52%	7.322.979	6,80	6,23%
BNI	3,56%	48,86%	6.105.043	6,73	4,96%

A Teoria dos Custos de Agência

No que diz respeito à idade e aos fluxos de caixa operacionais, que tentam refletir o impacto dos custos de agência na escolha da estrutura de capitais, verifica-se que as empresas com maior número de anos de existência (só o banco SOL é exceção) são aquelas que apresentam também maior capacidade para gerarem fluxos de caixa na sua atividade, o que poderá querer dizer que essas variáveis detêm uma relação negativa face ao nível de endividamento. Isto porque, as

empresas com maior capacidade de autofinanciamento, recorrem menos ao capital alheio para financiar os investimentos necessários.

Quadro 32: Médias relativas às variáveis sobre os custos de agência

BANCO	REP	FC	LOG (FC)
BPC	35	57.004.838	7,972
BFA	18	25.562.760	7,395
BAI	14	41.338.869	5,071
SOL	10	3.001.384	6,472
BESA	9	25.099.309	7,399
KEVE	8	8.321.904	6,920
BIC	6	nd	nd
BMA	5	5.564.767	6,730
BNI	5	nd	nd

As Teorias da Assimetria de Informação e da Hierarquização das Fontes de Financiamento

Ao contrário da rentabilidade dos capitais próprios, a rentabilidade do ativo é bastante reduzida o que reflete o investimento associado ao elevado crescimento que o setor registou ao longo dos anos. Por isso, verifica-se que os valores do ROI da amostra se situam, genericamente, entre os 2% e os 4%, enquanto o crescimento entre 2007 e 2011, varia entre os 30% e os 64%. Tais registos, apenas vêm justificar o aumento dos níveis de endividamento destas empresas, como forma de cobrirem as necessidades financeiras decorrentes da atividade.

Quadro 33: Médias relativas às variáveis sobre a assimetria de informação e a hierarquização das fontes de financiamento

BANCO	REND	CRESC
BPC	2,38%	38,58%
BFA	3,92%	28,76%
BAI	2,46%	47,20%
SOL	1,44%	46,45%
BESA	4,17%	53,17%
KEVE	2,74%	40,83%
BIC	3,60%	35,43%
BMA	2,16%	63,74%
BNI	3,12%	41,80%

A Teoria do Posicionamento Estratégico

Ao observarmos os valores médios de empréstimo por cliente, verificamos que existem bancos com diferentes posicionamentos estratégicos no mercado. Os bancos BPC, BFA e SOL apresentam valores muito reduzidos, o que significa que as operações financeiras têm como público-alvo pessoas e entidades com menores garantias colaterais, normalmente associadas à base da população e aos negócios mais informais; já os bancos KEVE, BIC e BMA encontram-se num nível intermédio, realizando operações financeiras de maior dimensão face às instituições financeiras anteriores; finalmente, os bancos BAI, BESA e BNI procuram servir os clientes mais rentáveis, com operações de maior valor e com maior capacidade para obterem economias de escala. Assim, esta variável poderá ser importante para explicar os níveis de endividamento, porque é esperado que as empresas que tenham como público-alvo a base da população e os negócios informais, enfrentem maiores dificuldades para rentabilizar as operações que realizam, seja pela menor escala ou pela dificuldade em cobrar taxas de juro tão elevadas como os seus concorrentes, vendo-se obrigadas a contrair mais endividamento para suprimir as necessidades financeiras decorrentes da sua atividade.

Quadro 34: Médias relativas às variáveis sobre o posicionamento estratégico

BANCO	VALOR EMPRÉSTIMO	
	POR CLIENTE	LOG (EMP)
BPC	250,89	1,62
BFA	251,45	2,78
BAI	1.155,88	3,02
SOL	123,21	2,11
BESA	7.490,21	3,80
KEVE	652,54	2,81
BIC	392,88	2,58
BMA	967,05	3,11
BNI	4.568,68	3,09

A Teoria Baseada nos Custos de Transação

Os ativos intangíveis têm um peso insignificante no volume de investimentos das instituições financeiras que constituem a amostra. Logo, julgamos que esta variável não deverá ser relevante para explicar a estrutura de capitais do setor bancário de Angola.

Quadro 35: Médias do peso dos ativos intangíveis

BANCO	AI
BPC	0,16%
BFA	0,02%
BAI	0,28%
SOL	0,80%
BESA	0,21%
KEVE	0,71%
BIC	0,04%
BMA	1,20%
BNI	0,28%

Níveis de Endividamento

Os níveis de endividamento das empresas que constituem a amostra variam entre os 87% e os 94%, o que demonstra bem o impacto do crescimento na atividade, através do incremento progressivo das necessidades financeiras. Para além disso, verifica-se que, com exceção do BESA e do BPC, as restantes instituições financeiras não apresentam praticamente passivos de médio e longo prazo nas demonstrações financeiras, o que limita as conclusões sobre os determinantes desta variável.

Quadro 36: Médias do peso do endividamento no financiamento do ativo

BANCO	Peso do passivo	Peso do passivo MLP	Peso do passivo CP
BPC	90,66%	11,17%	79,49%
BFA	90,16%	1,10%	89,06%
BAI	92,15%	4,25%	87,89%
SOL	93,91%	0,62%	93,29%
BESA	93,07%	43,42%	49,65%
KEVE	83,24%	0,75%	82,49%
BIC	90,25%	0,59%	89,66%
BMA	86,58%	0,39%	86,18%
BNI	88,58%	0,03%	88,54%

3.3. Relações observadas entre os determinantes estudados e o nível de endividamento

Face à impossibilidade de realização de regressões multivariadas, em virtude da dimensão reduzida da amostra, optou-se pelo cálculo dos coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis dependentes e os diversos determinantes estudados.

No que diz respeito, ao efeito de alavanca financeiro não se conseguiu evidenciar uma relação relevante face às variáveis dependentes. Porém, de notar que o sinal do coeficiente foi sempre negativo, o que sugere que quanto maior é o efeito de alavanca financeiro, menor é o endividamento. Logo, a decisão de financiamento não tem em consideração a rentabilidade dos capitais próprios. Quanto ao efeito fiscal, verifica-se uma relação mais forte da TEI relativamente ao PMLP (negativa) e ao PCP (positiva). Ou seja, quanto maior é a TEI, menor é o PMLP e maior é o PCP. Isto poderá significar uma negociação constante de dívida de curto prazo para fazer face às necessidades financeiras e obterem-se poupanças fiscais, devido à maior dificuldade na obtenção de créditos com maturidades mais alargadas. Os OBF não apresentam relação com o nível de endividamento.

Em relação às variáveis que pretenderam medir o impacto dos custos de falência, o nível de custos financeiros apresenta uma relação positiva com o endividamento. Logo as empresas que recorrem mais a capital alheio aparentemente são penalizadas pelo seu maior risco financeiro. O risco do negócio também é relevante para explicar o endividamento, apresentando uma relação positiva com o PMLP e negativa com o PCP, o que poderá sugerir que as empresas com maior risco tentam negociar fontes de financiamento com maior maturidade para não terem tanta pressão sobre a tesouraria. A variável dimensão também apresenta uma relação positiva com o nível de capital alheio, demonstrando que as empresas de maior dimensão têm maior facilidade na obtenção de créditos junto de outras entidades que financiam a sua atividade. Quanto ao peso dos ativos não correntes tangíveis também apresenta uma relação relevante mas negativa face ao endividamento, o que demonstra que são os ativos de curto prazo decorrentes da atividade normal (por exemplo créditos concedidos a clientes) que condicionam a necessidade de obtenção de capitais alheios.

Quadro 37: Coeficientes de correlação de Pearson relativos à Teoria *Trade-Off*

	EAF	TEI	OBF	CF	RN	DIM	ANC
Passivo	-0,39159	-0,44386	0,325771	0,531036	0,075423	0,67267	-0,7167
PMLP	-0,04069	-0,64509	-0,28063	0,361458	0,677743	0,426099	-0,12195
PCP	-0,05576	0,582438	0,385378	-0,25452	-0,71137	-0,28816	-0,05089

Das restantes variáveis estudadas no âmbito das teorias dos custos de agência, da assimetria de informação, da hierarquização das fontes de financiamento, do posicionamento estratégico e dos custos de transação, constata-se que apenas a rentabilidade e o valor de empréstimos por cliente apresentam uma relação relevante e negativa face ao endividamento de curto prazo. Isto demonstra

que as empresas com maior capacidade de autofinanciamento recorrem menos a capital alheio, o que parece confirmar os princípios da teoria da hierarquização das fontes de financiamento, e que as empresas com um posicionamento estratégico mais próximo dos clientes de maior dimensão apresentam maior capacidade para obterem créditos com maior maturidade.

Quadro 38: Coeficientes de correlação de Pearson relativos às restantes teorias estudadas

	REP	FC	REND	CRESC	EMP	AI
Passivo	0,24771	-0,13381	0,023498	-0,02403	-0,09329	-0,39541
PMLP	0,108275	0,331444	0,480227	0,290512	0,464314	-0,26545
PCP	-0,05369	-0,39252	-0,51167	-0,31926	-0,52423	0,185537

Em conclusão, podemos sugerir que as variáveis que mais condicionam a estrutura de capitais do setor bancário angolano são a taxa efetiva de imposto (TEI), o nível de custos financeiros (CF), o risco do negócio (RN), a dimensão (DIM), o peso dos ativos não correntes tangíveis (ANC), a rentabilidade (REND) e o valor de empréstimos por cliente (EMP), confirmando-se as tendências previstas nas hipóteses 4 (CF), 6 (DIM), 10 (REND) e 12 (EMP). As variáveis TEI, RN e ANC, embora com relações relevantes com os níveis de endividamento, apresentam resultados que não nos permitem validar as relações previstas nas hipóteses de investigação. Por último, de salientar que apesar do crescimento do setor ser muito elevado, não se conseguiu evidenciar uma relação estatística com o nível de endividamento, devendo tal, ficar a dever-se à grande dispersão das taxas de crescimento das diferentes instituições financeiras estudadas.

3.4. Perfis de bancos face aos determinantes estudados

De forma a identificarmos perfis de bancos relativamente às suas características face aos determinantes estudados, realizámos a análise de clusters, utilizando os diversos procedimentos referidos por Reis (2001), de modo a garantir a fiabilidade das soluções encontradas:

- Seleção da medida de proximidade para averiguar a semelhança ou dissimilhança entre as empresas;
- Utilização de diferentes métodos hierárquicos para o agrupamento das empresas e comparação dos seus resultados;
- Análise dos dendrogramas e coeficientes de fusão em cada um dos métodos hierárquicos utilizados.

Para além disso, a seleção das variáveis a usar na formação dos grupos de empresas, está relacionada com o tipo de estudo a realizar. Se se tratar de um estudo exploratório de identificação de hipóteses é aconselhável a utilização de um processo indutivo na escolha de variáveis, isto é,

utiliza-se toda a informação disponível na esperança de se encontrarem diferenças entre as entidades observadas. Neste caso, não existem quaisquer expectativas à priori quanto aos resultados, número de grupos ou a sua constituição. Quando se tratar de um estudo confirmatório para testar hipóteses já definidas, onde se pretende explicar relações de causalidade, o processo dedutivo é o mais indicado, ou seja, existe uma prévia seleção de variáveis apoiada em fortes bases teóricas (Reis, Ferreira, 2000). No nosso trabalho, não existem quaisquer hipóteses formalizadas sobre os diferentes perfis a determinar no setor bancário angolano. Assim, efetuámos a análise de clusters, utilizando a informação disponível sobre os determinantes estudados e sobre os níveis de endividamento das diferentes instituições financeiras.

Em simultâneo, e tendo ainda em consideração os conselhos de Reis (2001), standardizaram-se as variáveis, de modo a apresentarem todas a mesma unidade de medida e, na formação dos agrupamentos, não foi considerada a variável fluxos de caixa, visto que haviam duas instituições financeiras que não apresentavam quaisquer valores sobre esse determinante.

Quanto à medida de proximidade a ter como referência, existem várias, no entanto, de acordo com Reis (2000) normalmente são apenas utilizadas as duas versões da distância Euclideana (distância Euclideana ao quadrado e distância Euclideana). Neste trabalho, utilizou-se a distância Euclideana ao quadrado, que é a que surge por defeito no SPSS. Quanto aos métodos hierárquicos, foram utilizados 2 dos mais referidos pela bibliografia, que se podem definir da seguinte forma (Reis, 2001):

- Ward: tem por base a informação perdida no agrupamento dos elementos que é medida através da soma dos quadrados dos desvios das observações individuais face às médias dos grupos;
- Complete linkage ou critério do vizinho mais afastado: a distância entre dois grupos é definida como sendo a distância entre os seus elementos menos semelhantes.

Após a realização dos dois métodos, obtivemos 2 soluções possíveis, existindo apenas uma empresa que não se situava no mesmo agrupamento consoante o método hierárquico utilizado. Face ao conhecimento adquirido sobre as instituições financeiras estudadas, optou-se pela utilização da solução encontrada através do método Ward.

Assim, encontraram-se 4 perfis que passamos a caraterizar:

- **Perfil 1** (engloba o BPC e o Sol): inclui dois dos bancos mais antigos, que revelaram um dos crescimentos menos acelerado e com menos oscilações; são as empresas que servem sobretudo a base da população, apresentam menos rendibilidade e por isso, são o 2º grupo mais endividado; para além disso, são o 2º grupo com pior gestão fiscal e com maior peso dos ativos não correntes (tangíveis e intangíveis);

- **Perfil 2** (engloba o BFA, o BAI e o BIC): inclui o 2º grupo de bancos mais antigos, sendo este o agrupamento que teve em média o crescimento mais baixo e com menos oscilações; são o 2º grupo com melhor rendibilidade e o que apresenta um nível de custos financeiros inferior, tendo por isso o efeito de alavanca financeiro mais alto; em termos de dimensão, são o 2º agrupamento com maiores bancos e realizam operações financeiras de valor médio superior por cliente, o que poderá explicar o facto de serem um dos 2 grupos com menos endividamento; finalmente apresentam a taxa efetiva de impostos mais altos e o menor peso dos ativos não correntes na atividade;

- **Perfil 3** (engloba apenas o BESA): sendo um banco mais recente no mercado angolano, é uma das instituições financeiras maiores em termos de volume de negócios e que registou um crescimento exponencial, que se reflete num maior nível de endividamento e de custos financeiros (é o grupo com resultados superiores nestas 2 variáveis); consegue aliar a esse facto, uma rendibilidade elevada face aos restantes membros da amostra, que deverá estar associada às operações financeiras de maior valor que realiza junto de clientes Premium; tem a melhor gestão fiscal (TEI mais pequena dos diferentes agrupamentos) e os ativos não correntes têm pouco peso na atividade;

- **Perfil 4** (engloba o KEVE, o BMA e o BNI): são os bancos mais jovens e por isso, os que apresentam em termos médios a dimensão mais reduzida, o menor nível de endividamento e de custos financeiros; apresentam um ritmo de crescimento volátil e acelerado e, embora se foquem na realização de operações de maiores montantes, a sua rendibilidade é das mais baixas; a taxa efetiva de imposto é a segunda mais baixa e é o grupo onde os ativos não correntes têm maior peso na atividade, o que deverá ficar a dever-se ao facto de, face à sua juventude, ainda não terem tantos créditos concedidos, relativamente aos concorrentes de outros agrupamentos.

De seguida, apresentamos as médias das características estudadas em cada um dos agrupamentos formados.

Quadro 39: Médias das características de cada perfil

Variáveis	Perfil 1	Perfil 2	Perfil 3	Perfil 4
EAF	-2,24%	0,49%	-0,42%	-0,17%
TEI	11,52%	11,61%	1,16%	10,56%
OBF	6,68%	6,67%	5,67%	5,93%
CF	4,36%	2,89%	4,31%	2,84%
RN	45,76%	40,31%	71,22%	52,08%
DIM	7,27	7,49	7,53	6,63
ANC	3,57%	2,33%	3,21%	5,49%
REP	22,50	12,67	9	6
REND	1,91%	3,33%	4,17%	2,67%
CRESC	42,51%	37,13%	53,17%	48,79%
EMP	1,87	2,79	3,80	3,00
AI	0,48%	0,11%	0,21%	0,73%
% PASSIVO	92,29%	90,85%	93,07%	86,13%
% PMLP	5,89%	1,98%	43,42%	0,39%
% PCP	86,39%	88,87%	49,65%	85,74%

Através do teste Kruskal-Wallis, cujos resultados são apresentados no anexo, foram identificadas as diferenças mais importantes entre os grupos, relativamente às características estudadas. Nesse sentido, verificou-se que existiam valores significativamente distintos nas variáveis EAF (Chi-square = 7,044 e nível de significância = 0,011), OBF (Chi-square = 6,400 e nível de significância = 0,039), ANC (Chi-square = 6,511 e nível de significância = 0,029), EMP (Chi-square = 6,689 e nível de significância = 0,018) e Peso do Passivo (Chi-square = 6,511 e nível de significância = 0,029).

Deste modo, e tendo em consideração as características de cada grupo e as variáveis que revelaram diferenças mais relevantes, atribuímos uma classificação aos diferentes agrupamentos, a fim de distinguirmos melhor os vários tipos de instituições financeiras que se podem encontrar no setor bancário angolano.

Aos bancos que constituem o **perfil 1** (BPC e SOL), atribuímos a designação de “**Os Populares**”, uma vez que apresentam uma oferta mais vocacionada para a base da população e para os negócios de carácter mais informal, tendo uma rentabilidade mais baixa; aos bancos incluídos no **perfil 2** (BFA, BAI e BIC), designámos por “**Os Rentáveis**”, porque são o grupo com o ritmo de crescimento menos acelerado, beneficiando com esse facto, o nível da rentabilidade da atividade, do custo financeiro dos recursos monetários adquiridos (é o grupo com custos inferiores) e como

consequência, através do efeito de alavanca financeiro, a remuneração dos proprietários; ao **perfil 3** composto apenas pelo banco BESA denominámos por “**O Campeão**” porque é uma instituição financeira que cresceu exponencialmente, conseguindo em simultâneo posicionar-se junto dos clientes que contratam operações financeiras de maior montantes e por isso, mais fáceis de rentabilizar, o que se repercute no nível de rentabilidade que é um dos melhores (não é o primeiro classificado neste critério apenas porque o crescimento elevado que sofreu incrementou muito o endividamento e os custos financeiros); finalmente, o **perfil 4** inclui bancos (KEVE, BMA e BNI) que se dedicam também a clientes com maiores níveis de rendimentos mas que, por via da sua menor dimensão apostam numa estratégia de mercado com um âmbito menor que o BESA, optando assim, por designá-los por “**Os Especialistas**”.

Conclusões

Esta dissertação de mestrado teve como objetivo estudar os determinantes da estrutura de capitais no setor bancário angolano. Para tal, começámos por abordar as diferentes teorias desenvolvidas ao longo dos anos, tendo oportunidade de identificar diferentes perspetivas sobre o tema.

A teoria do *trade-off* defende que existe uma estrutura de capitais ótima, onde se consegue minimizar o custo do capital através do recurso ao endividamento, obtendo-se poupanças fiscais e uma maior convergência de interesses entre os diferentes agentes envolvidos na decisão de financiamento da atividade (gestores, proprietários e instituições financeiras). Porém, esses benefícios ocorrem até determinado nível de financiamento através de capitais alheios; acima desse nível o risco financeiro e os custos de falência aumentam o custo do capital utilizado, uma vez que o risco percecionado é superior, tanto pelos proprietários como pelas instituições financeiras. As teorias relacionadas com a assimetria de informação e com a hierarquização das fontes de financiamento, defendem que os decisores preferem utilizar fontes de financiamento internas (como o autofinanciamento), de modo a não darem qualquer informação estratégica para o exterior. Relativamente, às teorias associadas aos custos de transação e ao posicionamento estratégico, referem que a decisão de financiamento está sobretudo associada à especificidade das empresas, dos negócios e dos recursos que utilizam. Finalmente, as teorias mais associadas às empresas cotadas em bolsa, nomeadamente, as questões do controlo de governação das sociedades e do *market timing*, incidem sobre a possibilidade da estrutura financeira ser condicionada pela composição dos conselhos de administração e pela cotação bolsista dos títulos, respetivamente.

De seguida, caracterizámos o setor bancário angolano, tendo-se verificado que sofreu um crescimento exponencial (aproximadamente de 137% de 2008 a 2011). Esta evolução fez com que as necessidades financeiras incrementassem o nível de endividamento destas empresas.

Assim, não surpreende que a evolução do volume de negócios das empresas que constituíram a amostra estudada, entre 2007 e 2011, tenha registado um crescimento entre os 94% e os 322%. Para além disso, observou-se que, o nível de endividamento total dessas empresas, variava em média de 83% a cerca de 94%, o que condicionou positivamente a rendibilidade dos capitais próprios destas instituições (em alguns casos acima dos 30%, o que é bastante superior à media do setor africano onde a rendibilidade dos capitais próprios, segundo o (South African Reserve Bank, citado por Kpmg. (2011) se situou em 2011 nos 16,4%).

Quanto aos determinantes estudados, começou-se por verificar que na maioria dos casos, o efeito de alavanca financeiro não era positivo, porque face ao crescimento ocorrido, o nível de rendibilidade do ativo (ROI) não era suficientemente elevado para cobrir os custos financeiros decorrentes do nível de endividamento. Quanto ao efeito fiscal, verificou-se que a taxa efetiva de imposto paga pelas instituições financeiras analisadas era substancialmente inferior à taxa geral de

IRC praticada em Angola, o que poderá sugerir que os gestores têm em consideração as poupanças fiscais na decisão de financiamento.

Relativamente à importância da idade das empresas, constatou-se que, genericamente, as mais antigas eram também as maiores e com maior capacidade de libertação de fluxos de caixa. Quanto à importância das garantias colaterais e da especificidade dos ativos, observou-se que os ativos não correntes e os intangíveis, tinham um peso muito reduzido na atividade destas organizações, ficando isso a dever-se ao facto de os créditos perante terceiros, corresponderem à maior parcela do seu património. Finalmente, verificou-se também, que as instituições financeiras estudadas tinham posicionamentos estratégicos diferentes, relativamente ao público que serviam, uma vez que apresentavam valores de empréstimos por cliente muito diferentes. Ao nível do endividamento, para além de se ter constatado que tinha um peso muito relevante na estrutura financeira, verificou-se que era constituído fundamentalmente por passivo de curto prazo, limitando as deduções sobre os determinantes da maturidade da dívida.

Assim, relativamente às relações encontradas entre os determinantes estudados e o nível de endividamento, verificou-se que este era condicionado positivamente pelos custos financeiros e pela dimensão, o que significava que os créditos obtidos estão associados à maior capacidade de se obterem garantias colaterais (maior dimensão) e a um maior custo financeiro cobrado pelos credores, decorrente de uma maior nível de risco percecionado.

Em simultâneo, observou-se que existia uma relação negativa com os ativos não correntes tangíveis, o que estava associado às necessidades financeiras originadas pelos créditos concedidos que obrigavam à negociação de maior endividamento. Já o passivo de médio e longo prazo era condicionado sobretudo pela taxa efetiva de imposto (relação negativa) e pelo risco do negócio (relação positiva), o que poderá sugerir, no primeiro caso, a negociação constante de passivos de curto prazo para a obtenção de poupanças fiscais e, no segundo, a uma tentativa por parte das empresas com maior risco em negociarem fontes de financiamento com maior maturidade para não terem tanta pressão sobre a tesouraria. Finalmente, o passivo de curto prazo, apresentou uma relação positiva com a taxa efetiva de imposto e relações negativas com o risco do negócio, com a rentabilidade e com o valor de empréstimo por cliente.

Então, para além das explicações já dadas no passivo de médio e longo prazo quanto à taxa efetiva de imposto e ao risco do negócio, os resultados parecem sugerir que as empresas mais rentáveis e com acesso a clientes com maior capacidade financeira, recorrem menos a passivo de curto prazo, o que poderá estar associado à maior capacidade para negociarem dívida com maior maturidade e com menores responsabilidades de pagamento no curto prazo, libertando capital para o desenvolvimento estratégico da atividade.

Ainda, no que diz respeito aos resultados de investigação, foram identificados diferentes perfis de instituições financeiras. “Os Populares” tinham como público-alvo a generalidade da população e apresentavam menor capacidade para rentabilizarem a atividade; “Os Rentáveis” que apresentavam um crescimento mais moderado e uma maior capacidade de rentabilização dos investimentos feitos pelos proprietários; “Os Especialistas” que apresentam uma dimensão menor e se focaram num público-alvo com maior capacidade financeira, de modo a conseguirem rentabilizar mais facilmente a sua atividade; “O Campeão”, denominação dada ao BESA pela capacidade de saber conciliar o crescimento exponencial que sofreu durante os anos analisados, com a rentabilização da atividade, através da resposta aos clientes mais atrativos, que procuram negociar operações de maior valor e mais fáceis de rentabilizar.

Quanto às limitações de investigação, destacamos a dificuldade em aceder-se à informação económica e financeira de alguns bancos que constituem o setor bancário angolano e ao facto, de o endividamento de médio e longo prazo, registado nos relatórios e contas analisados, ter um peso reduzido, o que poderá fragilizar a capacidade de análise dos determinantes da maturidade do passivo.

Contudo, apesar das limitações referidas, este estudo pode ser entendido como uma contribuição para futuras investigações. Conclui-se que, ainda há muito para investigar nesta área, pois dada a actual conjuntura de crescimento económico acelerado de Angola, considera – se que seria pertinente efetuar um estudo mais abrangente e minucioso que incluísse todos os bancos presentes nesse mercado e a aplicação de técnicas estatísticas que permitissem extrapolar os resultados encontrados para a caracterização da população alvo do estudo, ou seja, o setor bancário angolano.

Referências Bibliográficas

- African Business*. (2011). *Southern Africa's Top Banks: Angola Is The Star Turn*. Disponível em 12/09/2013: <http://africanbusinessmagazine.com/special-reports/sector-reports/2011-africas-top-100-banks/southern-africas-top-banks-angola-is-the-star-turn>
- Alonso, Eduardo. (2000). Debt Financing and Diversification Strategy: Some Evidence from Spanish Manufacturing Firms. Disponível 12/03/2014: http://www.researchgate.net/researcher/80938353_Eduardo_Jose_Menendez_Alonso/
- Altman, E. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, Vol.39, Nº 4, pp. 1067-1089.
- Ambrozio, A. (2008). Microfinanças: Alcance Versus Sustentabilidade, Visão do desenvolvimento nº67. BNDES. Disponível em 20/07/2013: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_67.pdf
- Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the theory of Financial Management. *The Journal of small Business Finance*, p 1-13
- Antoniou, A., Yilmaz, G. & Krisha, P. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure. *Evidence from European Countries*, University of Durham, Working Paper. Disponível em: 23/09/2012: <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/determinant-europe.pdf>
- Antoniou, A., Gune., Y. & Paudyal, K. (2006). 'The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK', *European Financial Management*, Vol. 12, 161-194.
- Arias, C., A., Martiness, A., C. & Gracia, J. L. (2000). Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: *El caso de la Pyme*, *Estudios de Economía Aplicada*, 21. núm. 1, abril, 2003, pp. 27-52,
- Augusto, M., A., G. (2006). Política de Dividendos e Estrutura de Capital Respostas e Dúvidas do Estado da Arte. (1ª Ed). Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, Vol 50, nº 2, p-609-631.
- Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset specify, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, v. 14, p. 3-16.
- Banco Africano de Desenvolvimento. (2012). Papel Do Sector Privado No Desenvolvimento Sustentável. Disponível em 20.02.2013: file:///C:/Users/albertina/Downloads/Angola_PDF_Papel%20Sector%20Privado-Sumario%20Executivo.pdf
- Barclay, M., & Smith, C., W., Jr. (1995), "The Maturity Structure of Corporate Debt". *Journal of Finance*, vol. 50, pp.609-631.

- Baskin, J. (1989) Na Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis Financial Management, 18(1), p. 26-35.
- Baxter, N. (1967), "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital". *The Journal of Finance*, Vol. 22, Nº 3, pp. 395-403.
- Belletante, B. (1996). Dicionário da Bolsa e dos mercados. 1º Edição, Lisboa: Editora Plátano.
- Bevan, A., A., & Donbolt, J. (2002). Capital Structure and its Determinants in the UK: A Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), p. 159-170.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects of Dividend- Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. " *Journal of Political Economy* 1(1), 1-22.
- Blackwell, D., & Kidwell, D. (1988) 'An Investigation of Cost Differences Between Public Sales and Private Placements of Debt'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 253-278.
- BNA, (2011). Avaliação de desempenho do sistema financeiro angolano no segundo Trimestre de 2011. Disponível em. 23/09/2013: <http://www.bna.ao/uploads/%7B92000dbf-8424-4260-bc06-b2ec09e8e3b4%7D.pdf>
- BNA,(2013).Disponivelem23/011/2013:http://www.bna.ao/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?i dc=139&idsc=168&idl=1
- Bontempi, M., E. (2002). The Dynimic Specification of the Modified Pecking Order Theory: *It's Relevance to Italy*, *Empirical Economics*, 27(1), 1-22.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & MaKsimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Borba , P. (2012). Relção entre o desempoenho Financeiro e desempenho social de instituições de microfinanças na América Latina, Tese de doutoramento não publicada, Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de sao Paulo.
- Bougatef, K., & Chichti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*. 5(10), 167-177.
- Boyle, G., W., & Eckhold, K., R. (1997). Capital Structure Choice and Financial Market Liberalization: Evidence from New Zeland, *Applied Financial Market Economics*, 7, 427- 437.
- Bradley, M., Jarrel, G. A & Kim, E. H. (1984), "On the Existence of Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *the Journal of Finance*, 39(3), 857-880.
- Brailsford, T., J., Oliver, B., R., & Pua, S., L., H. (2002). On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure. *Journal of Accounting and Finance*. 42, p. 1-26.
- Brander, J. A. A., & Lewis T.,R. (1986) "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", *American Economic Review*, 76 (5), 956-970.

Brealey, R., A., Myers, S., C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. (8ª Ed). Madrid: Mc Graw Hill.

Brick, I., E., & Ravid, S. A., 1985, 'On the Relevance of Debt Maturity Structure', *Journal of Finance*, Vol. 40, 63-81.

Brito, R. D., & Lima, M. R. A. (2004). Escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: O caso do Brasil. Finance Lab Working Paper 08 - Ibmecc, Rio de Janeiro.

Carey, Prowse, S., Rea, J., & Udell, G. (1993), 'The Economics of Private Placements Market', Federal Reserve Board of Governors Staff Study, Vol. 166.

Carvalho, J., E. (2009). Metodologia do trabalho Científico: Saber-fazer, da investigação para dissertações e teses (2ª edição), Lisboa: Editora Escolar.

Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43, 123-147.

Chung, K. (1993) Assent Characteristics and Corporate Debt Policy: Na Empirical Test. *Journal of Business Finance & Accounting*, v20. Nº1 p. 83-98.

Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20 Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão. 9(1-2), 26-38.

Correa, F., T., B., S., Pereira, W., C., Novaes, A., L., Cavalheiro, M., E., & Cunha, E., C., B. (2009). Análise das Tipologias de Estratégias de Crescimento. In: VI Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia.

Daltro, H., & Santana, J. (2010). Sustentabilidade do Microcrédito: Uma Análise da Experiencia do Banese, Brasil.

De Angelo, Harris & Ronald, W., Masulis. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and personal Taxation. *Journal of financial Economics*, Vol 8, pp.3-29.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387-405.

Diamond, D., W. (1989). Reputation Acquisition in Debit Markets. *Journal of Political Economy*, 97, 4, 828-862.

Diamond, D. (1991). Debt maturity and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.

Drobetz, W., & Fix. R. (2003). What are the Determinants of Capital Structure? Some Evidence for Switzerland, Department of Finance. *Working Paper nº 4/03, University of Basel*.

Fama, E., & French, K. R. (2005). Financing Decisions: Who issues Stock? *Journal of Financial Economics* 76,549-582.

- Fan, J., Titman, S., & Twite G. (2006). An International Comparison of capital Structure a Debt Maturity Choise, *Working Paper, University of Texas at Austin*. Disponível em 27/09/2012 em <http://papers.ssm.com/sol13papers.cfm?abstract id=423483>.
- Farina, E. M. M. Q., Azevedo, P. F. & Saes, M. S. M. (1997). "Competitividade: Mercado, Estado e Organizações". S.Paulo: Editora Singular.
- Faure-Grimaud, Antoine (2000). *Product market competition and optimal debt contracts: the limited liability effect revisited*. European economic review, 44 (10). pp. 1823-1840. ISSN 0014-2921.
- Flannery, M. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, n. 41, p. 19-37, 1986.
- Frank, R., H. (1998). Microeconomia e Comportamento. (3ª Ed). Lisboa: McGraw.hill.
- Frank, M., & Goyal, V.(2004). The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment, *Finance Research Letters*, Vol.1, nº 1, p. 47-55.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 67, 217-248.
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?. Disponível em 24/01/2013: http://mpira.ub.uni-muenchen.de/22525/1/MPRA_paper_22525.pdf
- Frank, M., & Goyal, V. (2007). "Corporate Leverage: How Much Do managers really Matter?. Disponível 24/01/2013: http://gsf.aalto.fi/seminar_papers/MgrTurnoverApril2007.pdf
- Frankel, R. & Lee, C. (1998). "Accounting valuation, market expectation and the book to market effect", *Journal of Accounting and Economic*, Vol. 25, N.º 4, pp. 283-319.
- Freixo, M. (2010). Metodologia Científica Fundamentos, métodos e técnicas. (2ª Ed). Lisboa: Instituto Piaget.
- Friend, L., & Lang, L., H., P. (1988). Na Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance* 43 (2), 271-281.
- Gama, A., P., B., M. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME'S Industriais Portuguesas. Porto: Associação da Bolsa Derivados do Porto.
- Gardner, J., C., & Trzcinka, C., A. (1992). All –Equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure. *The Journal of Financial Research*, 15(1), 77-90.
- Gomes, G., L., & Leal, R., P., C. (2000). Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsa de Valores, *Finanças Corporativas*. Coleção Copped de Administração. São Paulo: Atlas Editora.

Gonzalez, Rodrigo., Savoia, José., Monteiro Marcelo., & Securato, Jos´r. (2007). Uma Comparação do Desempenho de Instituições Microfinanças do Brasil e da América Latina; X Seminário em Administração FEA- USP. Brasil.

Goyal, V., K., Lenhn, K., & Racic, S. (2002). Growth Opportunities and Corporate Debt policy: The case of US Defense industry. *Journal of financial Economics*, 64, 35-59.

Graham, J., & Harvey, C., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.

Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *The Economics of information and Uncertainty*, University of Chicago Press. Disponível 11/11/2012: <http://www.nber.org/chapters/c4434.pdf>

Guedes, J., & Opler, T. (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues". *Journal of Finance*, vol. 51, 1909-1833.

Hall, G., Patrick, H., & Nicos, M. (2000) Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure. *International Journal of the Economics of Business* 7(3), 297-312.

Harris, M., & Raviv, A (1988) Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.20, p 55-86.

Harris, M., & Raviv, A. (1991) The Theory of Capital Structure. *The Journal of finance*, 46,nº1,pp297-355.

Haugen, R., & Sabent, I. (1986). "Corporate Finnce and Taxes: A Review", *Financial Management*, 15, 5- 21.

Homaifar, G., & Zietz J., Benkato, O. (1994) An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance e Accounting* 21,p.1-14.

Hovakimian, A., & Opler, T, and Titman, S.(2001). "Debit- Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.

Hovakimian, A. (2004), "Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?"

BaruchCollege.Disponível22/1/2013:<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.217.7085&rep=rep1&type=pdf>

Perspectivas Económicas em África 2013. Disponível 20.02.2013: http://www.diarioangolano.com/attachments/article/2714/Perspectivas-Eco-em-Africa-2013_versao-condensada.pdf.

IASB,(2001). International Accounting Standards Board. Normas internacionais de contabilidade.SãoPaulo:IBRACON,2001.Disponivelem12/04/2013:http://www.aedb.br/seget/artigos/09/58_HARMONIZACAO_DAS_NORMAS_INTERNACIONAIS_DE_CONTABILIDADE.pdf

Jesen, Mc. & Meckling, W., H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure of Financial Economics 3, n.4, p. 305-360.

Jensen, G., R., Solberg D., P., & Zorn. T., S. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.

Jensen, Michael. C. (1986). Agency Cost of free Cash flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, nº2, vol 76, May pp.323-329.

Jong, A., & Veld, C. (2001). An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions Under Managerial Entrenchment. *Journal of Banking and Finance*, 25, p. 1857-1895.

Jordan, J., Lowe J., & Taylor P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, p. 1-27.

Kane, A., Marcus, A., & McDonald, R. (1984), "How Big Is the tax Advantage to Debt?", *Journal of Finance*, 39, 841-852.

Kester, C. W. (1986). Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporation. *Financial Management*, v. 15, p. 5-16.

Kim, E., H. (1978). A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Financial e Quantitative Analysis*, vol, 21. N.2, p 131-144.

Kim, W., S., & Sorensen E.,H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial e Quantitative Analysis*, vol. 21, n 68 , p. 75-109.

Koner, P. (2007). The determinants of corporate debt maturity structure: Evidence from Czech firms. Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University. Finance a úvČr - Czech Journal of Economics and Finance, 57, 2007, no. 3-4. Disponivel em 12/12/2012: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1074_fau_3_4_2007_0000000042.pdf

orajczyk, R., C., & Levy., A. (2003), "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints". *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp. 75 -109.

Kpmg. (2009). Análise ao Sector- Bancário Angolano,2009. Disponivel 24/03/ 2013: <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/estudo-banca-angola2010.pdf>

kpmg. (2010). Análise ao Sector- Bancário Angolano,2010. Disponivel 24/03/ 2013: <https://www.kpmg.com/PT/en/IssuesAndInsights/Documents/kpmg-bank-ao2011.pdf>

kpmg. (2011). Análise ao Sector- Bancário Angolano,2011. Disponivel 25/03/ 2013: <http://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/kpmg-bank-ao-2012pt.pdf>

kpmg. (2012). Análise ao Sector- Bancário Angolano, 2012. Disponivel 27/03/ 2013: <http://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/bank-ao-2013.pdf>

- Krishnaswami, S., Spindt, P., & Subramaniam, V. (1999). Information Asymmetry, Monitoring and the Placement Structure of Corporate Debt. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 407-434.
- Kraus, A., & Lizenberger, R. (1973). A State- Preference Model of Optimal Leverage. *The Journal of Finance*, vol.28, p.911-920.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), April, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishnty, R.W. (1998), Law and finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, N.º 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, R. (1996), Expectations and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, Vol. 51, N.º 5, pp. 1715-1742.
- Leland, H., E., & Toft, K., B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance*, Vol. 51, 987-1019.
- Leland, H., E., & Pyle. D., H., (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The journal of Finance*, Vol.32, nº 2, May, pp.371-387.
- Litzenberger, R.,H. & Ramaswamy, K. (1979). the Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 7, pp.163-195.
- Lowe, J., T., Naughton, & Taylor, P. (1994). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies, *Managerial and Decision Economics*, 15, p.245-257.
- Lucas, D., J., & McDonald, R., L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The Journal of Finance*, 4(4), 1019-1043.
- Lucey, B., M., & Macanbhaird, C., J. (2006). Capital Structure and the Financing of SME: Empirical evidence from an Irish survey, working paper. Disponível em 23/10/2012: <file:///C:/Users/albertina/Downloads/SSRN-id905845.pdf>
- Maksimovic, V., & Titman, S. (1991). Financial Policy and reputation for product-quality, the *Review of Financial Studies* 4, p. 175-200.
- Manos, S.P.; Miller, R.E. & Wilkin, P. (2001). Phylogenetic analysis of *Ipomoea*, *Argyreia*, *Stictocardia*, and *Turbina* suggests a generalized model of morphological evolution in Morning Glories. *Systematic Botany* 26: 585-602.
- Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, V. 37, nº 1 p.121-144.
- Matias, F. & Baptista, C. (1998). Determinantes da estrutura de capital da indústria hoteleira Algarvia – O caso dos hotéis. não publicado.

McGee, J. S. (1958). Predatory price cutting: the Standard Oil (NJ) case. *Journal of Law and Economics*. v.1, n.137.

Meharam, H. (1992), Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, p.539-560.

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999) Financial Policy and Capital Structure choice in UK SMEs empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, 12, p. 113-130.

Miller, M., H. (1977). Debit and Taxes. *The Journal of Finance*, Vol.32, nº2, May, pp.261-275.

Miller, M. H., & Sholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141.

Mira, F., S., & Garçia J., L. (2003). Pecking Order Versus Trade off Na Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure, Instituto vaticano de Investigaciones Economicas, p.1-36.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Morris, J. (1992), "Factors Affecting The Maturity Structure of Corporate Debt", University of Colorado at Denver, (January), *Working Paper*.

Mutenheri E., & Green, C., J. (2002) Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe, Working. Paper No. 44 Economics Department Loughborough University. Disponível em 4/08/2012: <http://www.sed.manchester.ac.uk/idpm/research/publications/archive/fd/fdwp44.pdf>

Myers, S. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Nivorozhkin, E. (2003). The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies, Discussion Papers nº 2, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. Disponível em 2/04/2013: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.949&rep=rep1&type=pdf>

Norton, E. (1990). Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy, *Small Business Economics*, vol 2.p. 229-245.

- Omri, Waleed., & Chkounali, Ridha. (2011). The Convergence between outreach and financial performance in Mediterranean MFI's: a panel data analysis. *Mediterranean and Middle East papers; Springer*.
- Opler, T., C., & Titman, S. (1998). The Debt-Equity Choice. Dice Center for Research in Financial Economics. *Working Paper Series, Social Science Research Network*.
- Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, 12(1), 19-24.
- Pedro, F., M. (2010). "Bolsa de Valores de Angola: importância para o desenvolvimento económico de Angola". Dissertação de Mestrado. Universidade Técnica de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Pires Jorge Leão. (2009). Revista InforBanca, XXI. Nº 80 Abril-Junho/2009 pp. 4-5. Disponível em 15/06/2013: http://www.ifb.pt/documents/11202/21966/inforbanca_80.pdf
- Pitman J.A. (2002). The Influence of Firm Maturation on Tax- Induced Financing and Investment Decisions. *The Journal of the American Taxation Association*, V. 24, p.35-89.
- Planet Finance Brasil. (2008). Indicadores do Desempenho- Project Planet Finance- NOVIB, *Planet Finance*.
- Quintart, A ., Zisswiller, R. & António G. (1994). Teoria Financeira. Lisboa: Editora Caminho.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance Vol. 1. P. 1421-1460*.
- Ramadan, A. (2009). Determinants of Capital Stucture and the Firm's Financial Performance Na Application on the UK. Capital Market Surrey. *Phd Thesis, University of Surrey*.
- Reis, E. Estatística Multivariada Aplicada.(2ed). – Lisboa: Edições Silabo, Lda., 2001.
- Reis, Elizabeth (2000); "A Análise de Clusters e as Aplicações às Ciências Empresariais: uma visão crítica da teoria dos grupos estratégicos" in Métodos Quantitativos (1 ed). Elizabeth Reis e Manuel A Ferreira; Edições Sílabo; Lisboa.
- Rita, R. (2003), "As teorias da estrutura de capitais: a evidência empírica das empresas portuguesas", Dissertação de Mestrado. Universidade de Évora.
- Rita, R., (2002). O Caminho Português da Gestão: A política Financeira das PME's Nacionais, Dissertação II de Mestrado em Gestão de Empresas, Universidade Évora.
- Ross, S. (1977). 'The Determination of Financial Structure: the Incentive-signalling Approach', *The Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Ross, S., A ., Wester, F., R., W., & Jaffe, J., F. (1995). Administração Financeira: Corporate Finance. São Paulo: Editora Atlas.

Ross, S., A., Wester, F., R., W., & Jaffe, J., F. (1999). Corporate Finance. (5ªEdição). New York. McGraw Hil Irwin/l.

Scott, J., H., J. (1976) .A Teory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7, p.33-35.

Sheifer, A. (2000), "Inefficient Markets: an introduction to behavioural finance", Oxford University Press, Oxford.

Shyam- Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing Static Trade off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 219-244.

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P., M. (2008). Determinants of Capital Structure Comparision of Empirical Evidence from the of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5(1) p. 14-29.

Scott Morton, F. (1997). Entry & predation: British shipping cartels 1879-1929. *Journal of Economics and Management Strategy*, n.679.

Silva, Jacinto. A., S., Vidigal. (1991). Teoria das Estruturas de Capitais. Textos de Apoio, Évora.

Silva, Jacinto., A., S., Vidigal. (2006). Decisão do Financiamento e a Estrutura de Capitais: Evidencia Empírica e Aplicações. *Universidade Évora. Departamento de Gestão de Empresa*. Textos da Lição de Síntese, Évora.

Silva, Jacinto., A., S., Vidigal. (2007). Teoria das Estruturas de Capitais. Texto de apoio da Disciplina de Teoria de Investigação em Finanças. I.P.S, Setúbal.

Simões, J., S., N.,F. (2002) Identificação de variáveis financeiras e estratégicas que determinam a estrutura financeira das empresas em Portugal, Dissertação de Mestrado Universidade Évora.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

Smith, C. (1986), Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 3-29.

Smth, M. (2003).Research Methods in Accounting. Sage Publications. Ltd. New Delhi.

Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure. Evidence From a 1994-1998, Spanish Data Panel, *Small Business Economics* 25, p.447-457.

Sogorb-Mira, F., & López-Garcia, J. (2003). Pecking Order Versus Trade –off: Na Empirical Approach the small and Meddium Enterprise Capital Structure. Disponível em 12/08/2012 em <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>

Sobreira, Rogério. (2005). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Editora Atlas.

Spiro, H., T. (1990). Finanças para Gerentes não Financeiros. McGraw- Hill. S. Paulo: Makron Books.

- Stohs, M., & Mauer, D. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, vol. 69, pp.279-312.
- Stulz, R. (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp. 25-54.
- Teixeira, N. (2013). Avaliação do desempenho Financeiro no Sector da Tecnologia de Informação. Tese de Doutoramento não publicado.
- Teixeira, N. (2008). Caracterização da Estrutura Financeira do Sector das Tecnologias da Informação. Estudo apresentado no concurso de Provas Públicas para Professor Adjunto.
- Teixeira, N., & Rodrigues, E. (2013). Micro Finanças – Sustentabilidade Financeira, versus Alcanço Social na Africa Subsariana, XIII. Congresso do Instituto Internacional de Custos, Porto.
- Telser, L. G. (1966 de October). Cutthroat competition and the long purse. *The Journal of Law and Economics*, Chicago, v.9, p.259-277.
- Teruel, P., & Solano, P. (2010). Ownership Structure and Debt Maturity: new Evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 35, 473-491.
- Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm`s Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 137-151.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Finance*, 43(1), 1-19.
- Vilabella, L., B., & Silvosa, A., R. (1997). Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES, *Revista europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1), p.107-124.
- Vos, E., & Shen, Y. (2007). The Happy Story Told by Small Business Capital Structure, 20 th Australasian Finance and Banking Conference, Studney, Australia; 12-14. Disponível em 27/1/2013, em: file:///C:/Users/albertina/Downloads/SSRN-id1000293.pdf
- Yin, R., K. (2009). Case Study Research: Design and Methods. (4ª edition). America: Editor Serie Sage.
- Warner, J. (1977) "Bankruptcy costs: some evidence". *Journal of Finance*. 32(2), 337-347.
- Whited, T., M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.
- Williamson, Oliver E. (1991, june.). *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, p. 269-296.
- Williamson, Oliver., E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal Finance*, Vol.44. nº 3.

Williamson, Oliver E. (1985). *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: *The Free Press*. Disponível em 20/12/2012: [http://www.sp.uconn.edu/~langlois/Williamson%20\(1985\),%20chapter%201.pdf](http://www.sp.uconn.edu/~langlois/Williamson%20(1985),%20chapter%201.pdf)

Zylbersztajn, D. (1995). *Estrutura de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições*. Tese (Livre-Docência). Departamento de Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – USP, São Paulo.

Zechner, J. (1996). Financial market-product market interactions in industry equilibrium: implications for information acquisition decisions. *European economic review* 40, pág. 883-896.

Anexos

- Identificação De Perfis De Bancos Face Aos Determinantes Estudados

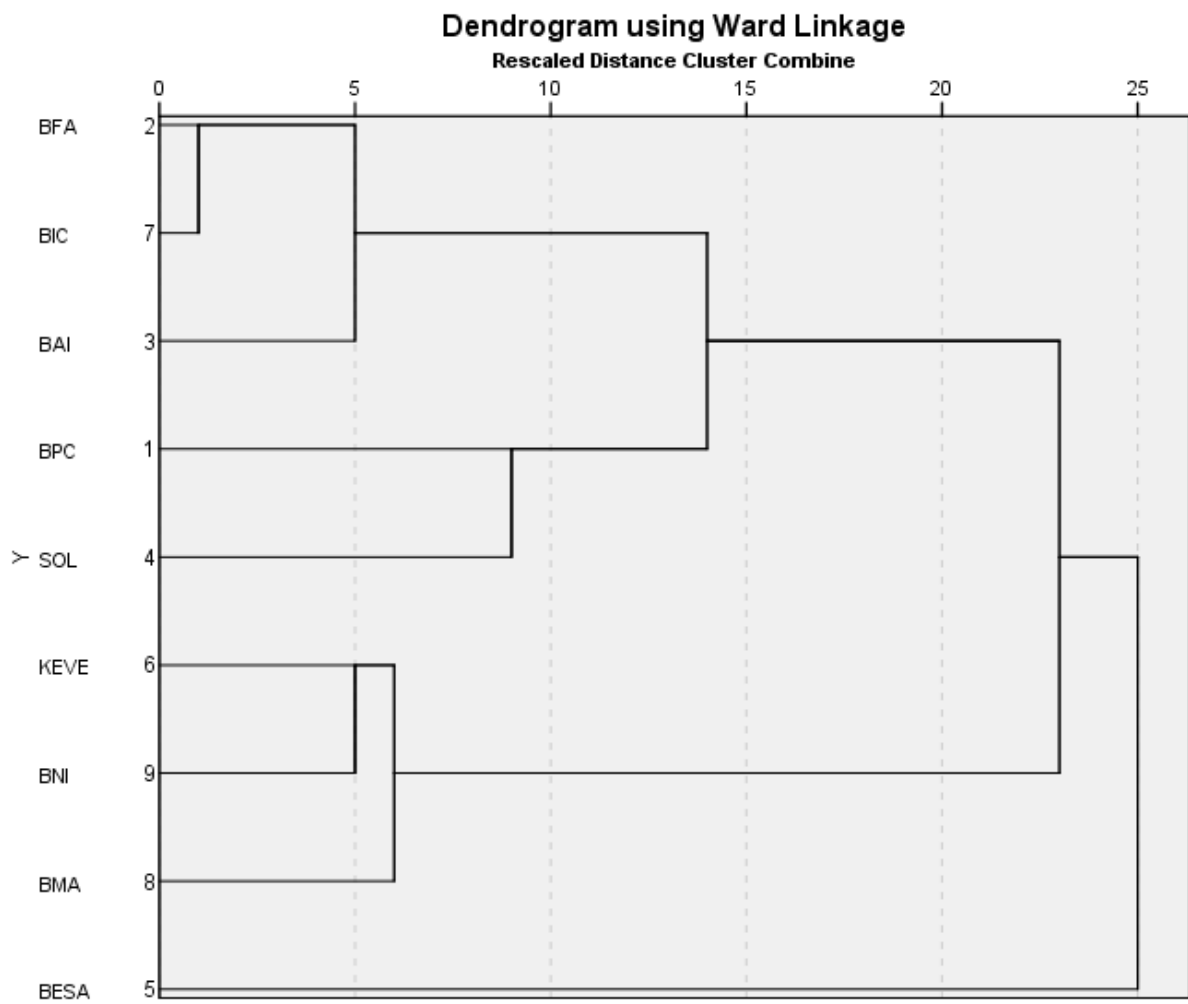
Análise de Clusters - Ward Linkage

Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined		Coefficients	Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	2	7	1,774	0	0	3
2	6	9	8,640	0	0	4
3	2	3	16,432	1	0	6
4	6	8	24,562	2	0	7
5	1	4	37,289	0	0	6
6	1	2	56,512	5	3	7
7	1	6	86,523	6	4	8
8	1	5	120,000	7	0	0

Cluster Membership

Case	4 Clusters	3 Clusters
1:BPC	1	1
2:BFA	2	1
3:BAI	2	1
4:SOL	1	1
5:BESA	3	2
6:KEVE	4	3
7:BIC	2	1
8:BMA	4	3
9:BNI	4	3



Análise de Clusters - Complete Linkage

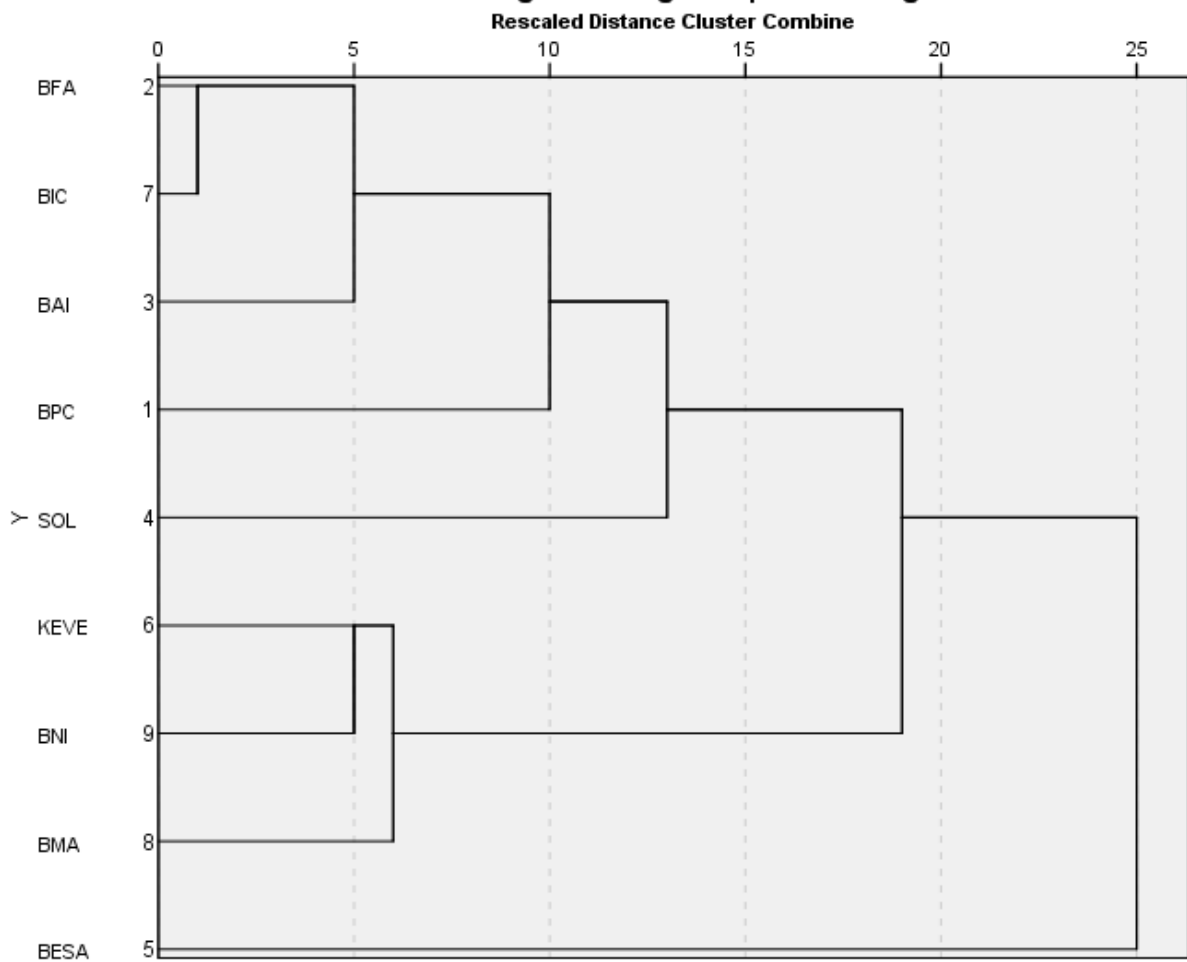
Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined		Coefficients	Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	2	7	3,548	0	0	2
2	2	3	12,694	1	0	5
3	6	9	13,732	0	0	4
4	6	8	16,704	3	0	7
5	1	2	24,257	0	2	6
6	1	4	31,721	5	0	7
7	1	6	44,560	6	4	8
8	1	5	59,160	7	0	0

Cluster Membership

CASE	4 CLUSTERS	3 CLUSTERS
1:BPC	1	1
2:BFA	1	1
3:BAI	1	1
4:SOL	2	1
5:BESA	3	2
6:KEVE	4	3
7:BIC	1	1
8:BMA	4	3
9:BNI	4	3

Dendrogram using Complete Linkage



Tabelas De Cruzamento (Crosstabs) – Confirmação Das Soluções

	COMPLETE LINKAGE				TOTAL
	1	2	3	4	
WARD METHOD 1	1	1	0	0	2
2	3	0	0	0	3
3	0	0	1	0	1
4	0	0	0	3	3
TOTAL	4	1	1	3	9

- Caraterização dos perfis identificados

Estatísticas descritivas de cada perfil identificado

Descriptives

	N	MEAN	STD. DEVIATIO N	STD. ERROR	95% CONFIDENCE INTERVAL FOR MEAN		MINIMUM	MAXIMUM
					LOWER BOUND	UPPER BOUND		
EAF	1	-	1,0898531	0,7706425	-	-	-	-
	2	2,2392165 9744483%	80275040 %	74270205 %	12,031158 92453478 %	7,5527257 2964511%	3,0098591 71715%	1,4685740 23175%
	3	0,4923908 5535407%	0,3528022 43319121 %	0,2036904 70150998 %	- 0,3840185 0206508%	1,3688002 1277321%	0,1456028 24596%	0,8509144 71778%
	4	-	0,2689011	0,1552501	-	-	-	-
	1	0,4281806 0729609%	.	.	.	.	0,4281806 07296%	0,4281806 07296%
	3	0,1693108 5798660%	60948635 %	57659097 %	0,8372983 7263255%	0,4986766 5665935%	0,4430075 86060%	0,0945233 71960%
	TOTAL	-	1,1663861	0,3887953	-	-	-	-
	9	0,4374859 7889815%	90851849 %	96950616 %	1,3340497 7201266%	0,4590778 1421636%	3,0098591 71715%	0,8509144 71778%
	1	11,517541	0,4467647	0,3159103	7,5035195	15,531563	11,201631	11,833451
	2	47451288 %	43551580 %	79760391 %	1099465% %	43803110 %	11,201631 094752%	11,833451 854273%
TEI	2	11,613895 64014380 %	2,0227033 92156019 %	1,1678083 47952047 %	6,5892218 6400372% %	16,638569 41628389 %	9,3245400 35147%	13,159157 014500%
	3	1,1637381 6995699%	.	.	.	.	1,1637381 69957%	1,1637381 69957%

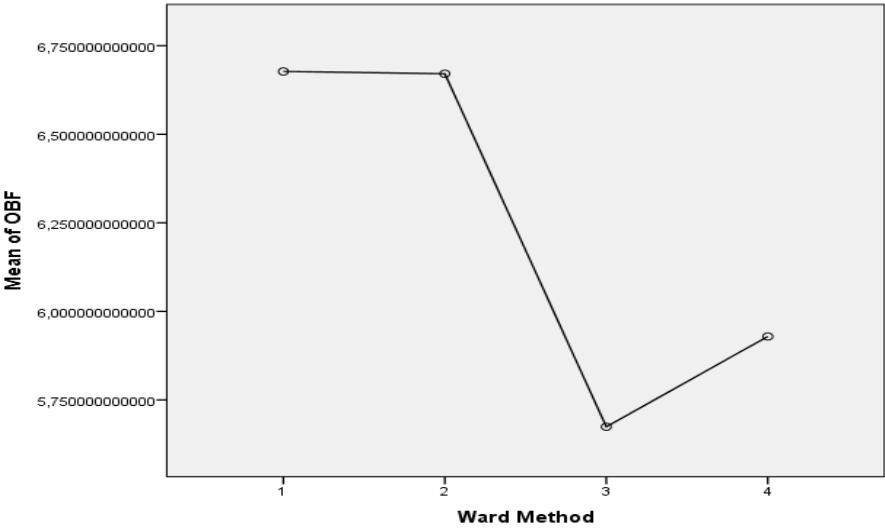
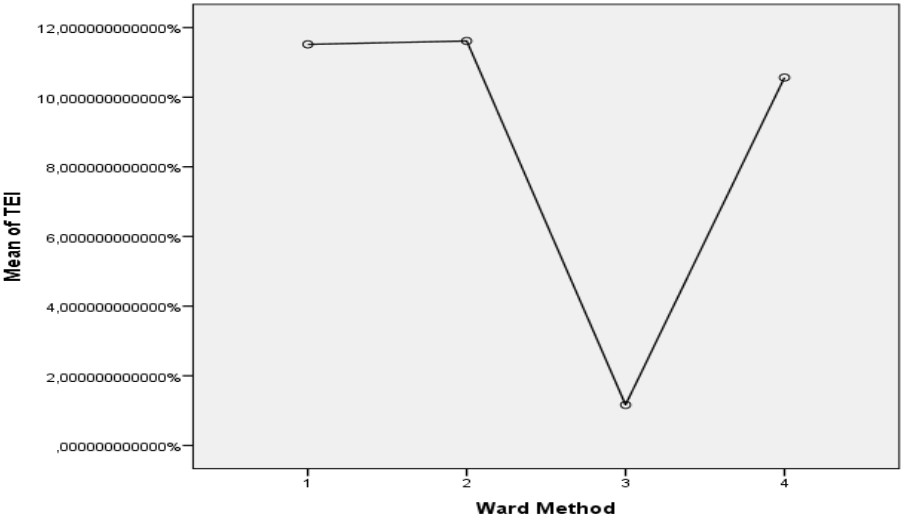
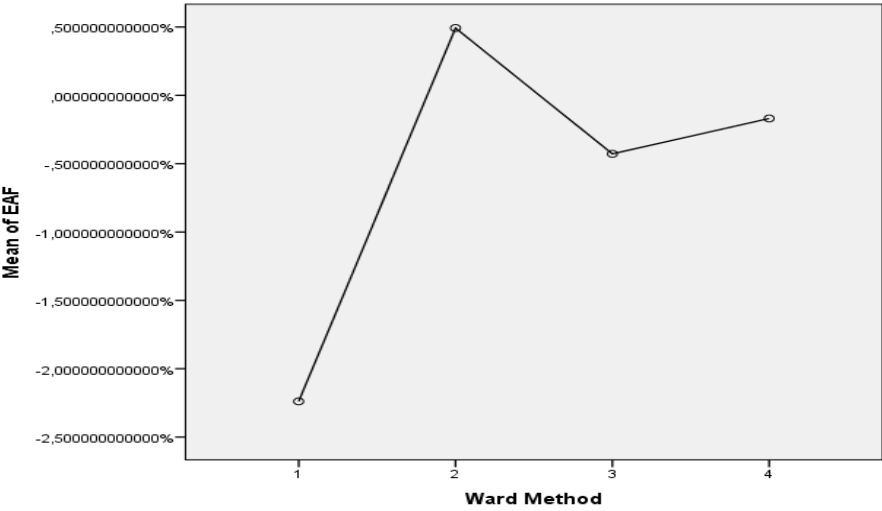
OBF	4		10,563967	6,5331748	3,7719302	-	26,793273		
		3	84561857	40747058	52968205	5,6653381	84497680	4,2501590	17,296377
			%	%	%	5373966%	%	53688%	437214%
	TOTAL		10,081379	4,8106775	1,6035591		13,779193		
		9	06402998	09193062	69731021	6,3835649	14046622	1,1637381	17,296377
			%	%	%	8759375%	%	69957%	437214%
	1	2	6,6773877	,67238865	,47545057	,63621542	12,718560	6,2019372	7,1528383
			8163176	2167580	5540578	688108	13638244	06091	57172
	2	3	6,6708341	,19427479	,11216460	6,1882287	7,1534394	6,5494009	6,8949006
			4105764	6399730	5998144	9287845	8923683	25114	09958
	3	1	5,6742843					5,6742843	5,6742843
			2658901					26589	26589
	4	3	5,9291548	,13019720	,07516938	5,6057270	6,2525826	5,7971477	6,0574633
			2473663	0781672	8919034	4831055	0116271	77161	69463
	TOTAL	9	6,3143363	,50758499	,16919499	5,9241719	6,7045006	5,6742843	7,1528383
			0969281	7656873	9218958	4183888	7754675	26589	57172
CF	1	2	4,3645717	0,7362550	0,5206109	-	10,979560	3,8439608	4,8851826
			360719%	2673136%	2208443%	2,2504172	6999653%	1399%	5816%
						278215%			
	2	3	2,8852346	0,9801751	0,5659044	0,4503445	5,3201248	1,7534608	3,4588294
			884967%	9106939%	1041691%	322392%	447543%	6328%	9340%
	3	1	4,3097859					4,3097859	4,3097859
			356070%					3561%	3561%
	4	3	2,8408167	0,6466409	0,3733382	1,2344717	4,4471618	2,3156200	3,5630571
			752002%	0304604%	9944265%	219832%	284171%	0751%	1089%
	TOTAL	9	3,3574537	0,9813938	0,3271312	2,6030876	4,1118198	1,7534608	4,8851826
			554268%	3497157%	7832386%	748590%	359946%	6328%	5816%
RN	1	2	45,762001	7,0703484	4,9994913	-	109,28656		
						17,762558			
		2	67781142	58555186	40396226	86999547	22256183	40,762510	50,761493
			%	%	%	%	1%	337415%	018208%
	2	3	40,314639	12,058075	6,9617329	10,360720	70,268558	30,253332	53,680444
			63787014	13855386	27152809	45506938	82067089	864713%	826265%
			%	8%	%	%	%		
	3	1	71,216985					71,216985	71,216985
			92100824					921008%	921008%
			%						
	4	3	52,076352	10,223487	5,9025334	26,679800	77,472904	43,844663	63,520169
			33911751	89234031	86699561	52013203	15810299	484817%	107872%
			%	6%	%	%	%		
	TOTAL	9	48,879329	12,840144	4,2800482	39,009520	58,749138	30,253332	71,216985
			46751044	81557253	71857511	45375509	48126580	864713%	921008%
			%	3%	%	%	%		
DIM	1	2	7,2678219	,54038911	,38211280	2,4126183	12,123025	6,8857090	7,6499347
			0208915	2216426	5727613	6019995	44397834	96362	07817
	2	3	7,4935892	,07728023	,04461776	7,3016145	7,6855639	7,4342507	7,5809771
			4837993	5391501	4706321	0127096	9548890	04656	28192

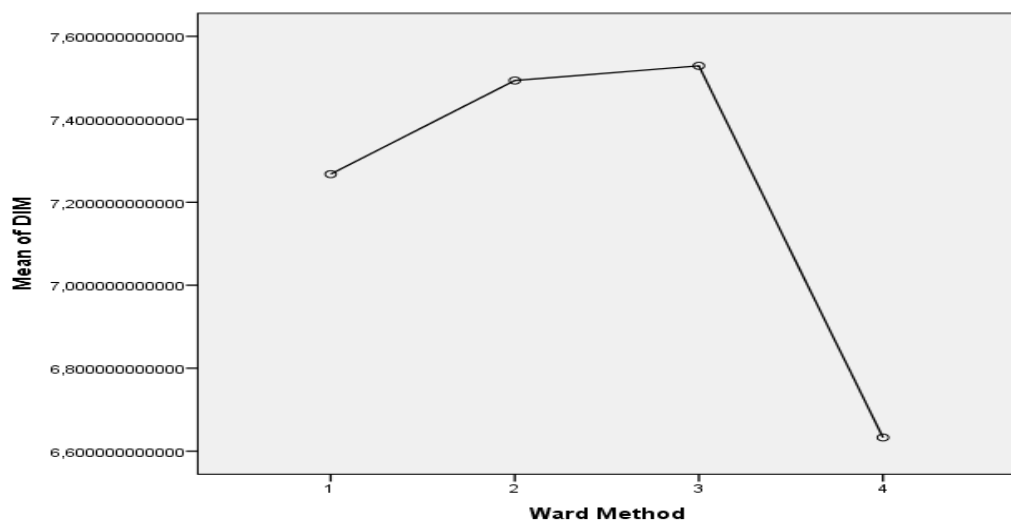
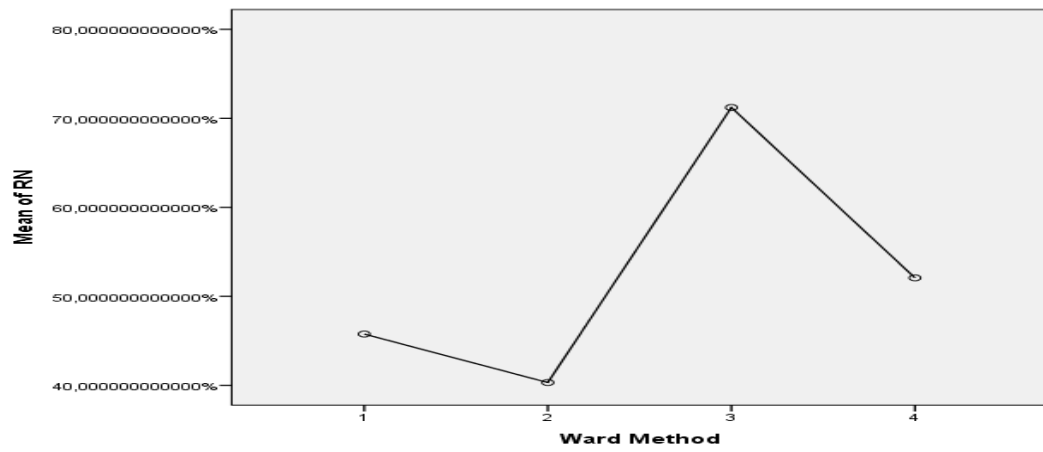
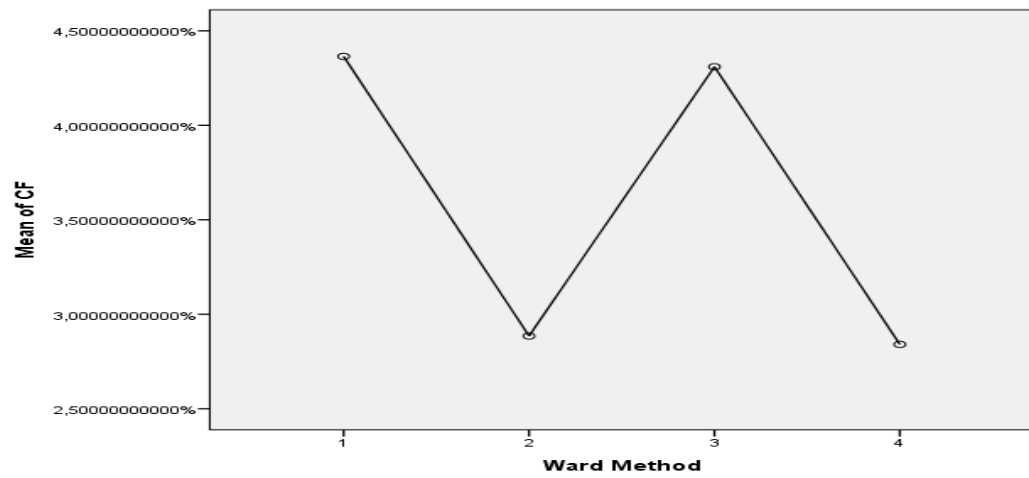
ANC	3	1	7,5288833	.	.	.	.	7,5288833	7,5288833
			9973145					99731	99731
	4	3	6,6329784	,23158511	,13370572	6,0576891	7,2082677	6,3687270	6,8006013
			7489141	0541934	5911695	6831432	8146850	42491	56902
	TOTAL	9	7,1604700	,46605427	,15535142	6,8022290	7,5187110	6,3687270	7,6499347
			4152486	6880603	5626868	1162022	7142950	42491	07817
	1	2	3,5723963	1,3425604	0,9493335	-	15,634823	2,6230627	4,5217298
			2498083%	%	%	4114074%	%	50040%	99922%
	2	3	2,3258132	0,4555404	0,2630064	1,1941879	3,4574385	1,8059429	2,6551623
			4524739%	%	%	2814293%	6235185%	48570%	43544%
REP	3	1	3,2065243	.	.	.	.	3,2065243	3,2065243
			8944002%					89440%	89440%
	4	3	5,4933426	0,6630882	0,3828341	3,8461401	7,1405451	4,9557758	6,2343044
			5243746%	%	%	7313721%	3173772%	17904%	52387%
	TOTAL	9	3,7565316	1,5271541	0,5090513	2,5826570	4,9304061	1,8059429	6,2343044
			3693958%	%	%	7869472%	9518444%	48570%	52387%
	1	2	22,50	17,678	12,500	-136,33	181,33	10	35
	2	3	12,67	6,110	3,528	-2,51	27,84	6	18
	3	1	9,00	.	.	.	.	9	9
	4	3	6,00	1,732	1,000	1,70	10,30	5	8
FC	TOTAL	9	12,22	9,563	3,188	4,87	19,57	5	35
	1	2	7,22199	1,060059	,749575	-2,30226	16,74624	6,472	7,972
	2	2	6,23265	1,643134	1,161871	-8,53032	20,99563	5,071	7,395
	3	1	7,39905	.	.	.	.	7,399	7,399
	4	2	6,82489	,134814	,095328	5,61364	8,03615	6,730	6,920
	TOTAL	7	6,85116	,929470	,351307	5,99155	7,71078	5,071	7,972
REND	1	2	1,9075503	0,6616207	0,4678364	-	7,8519764	1,4397138	2,3753867
			0403896%	%	%	7996282%	8804075%	17265%	90813%
	2	3	3,3295004	0,7697825	0,4444341	1,4172546	5,2417462	2,4600000	3,9240689
			3216470%	%	%	0931424%	5501516%	00000%	78494%
	3	1	4,1743733	.	.	.	.	4,1743733	4,1743733
			0778748%					07787%	07787%
	4	3	2,6715059	0,4853976	0,2802444	1,4657112	3,8773005	2,1561716	3,1200495
			1721357%	%	%	9354261%	4088452%	47652%	24833%
	TOTAL	9	2,8880547	0,8942028	0,2980676	2,2007095	3,5753999	1,4397138	4,1743733
			7377780%	%	%	8699794%	6055766%	17265%	07787%
CRESC	1	2	42,514966	5,5583251	3,9303293	-	92,454536	38,584637	46,445296
			85465099	13205544	79587125	7,4246029	63228747	475064%	234238%
			%	%	%	2298548%	%		

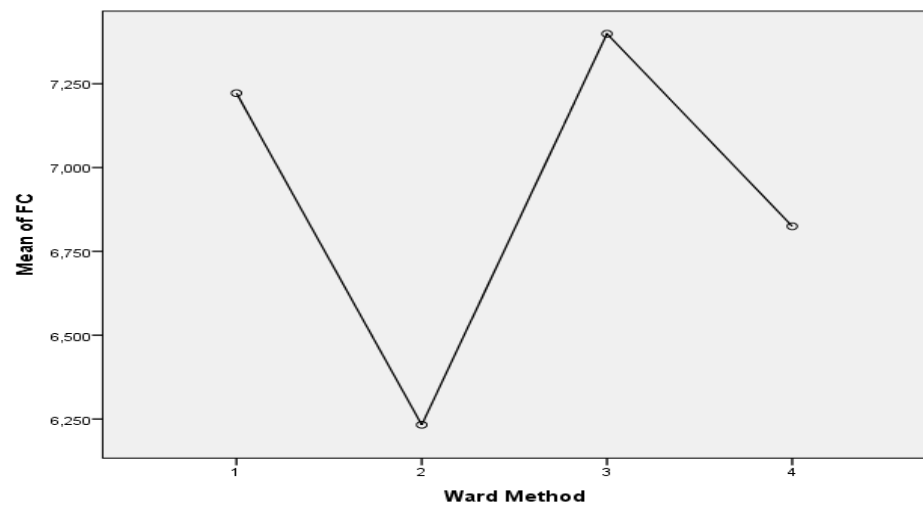
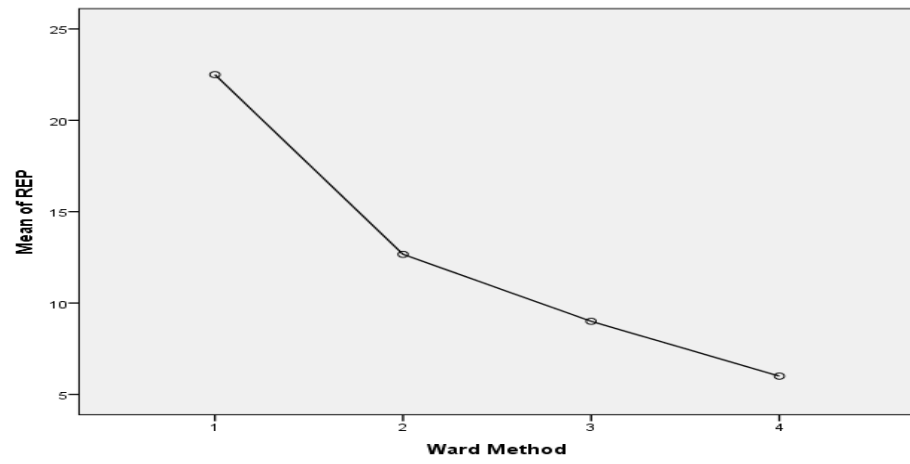
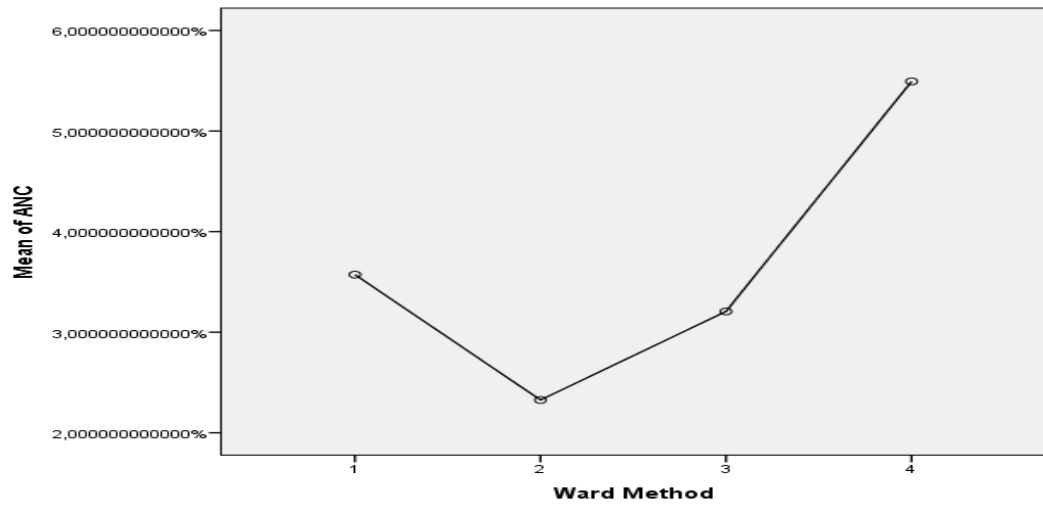
EMP	2		37,130750	9,3388662	5,3917969	13,931720	60,329780		
	3		68924576	59501252	48848961	82902596	54946558	28,761663	47,204539
			%	%	%	%	%	378553%	304886%
	3		53,171817						
	1		46827171	.	.	.	.	53,171817	53,171817
			%					468272%	468272%
	4		48,790754	12,953672	7,4788063	16,612048	80,969461		
	3		66324756	51327997	12536447	26734510	05915002	40,832893	63,737910
			%	0%	%	%	%	207950%	515091%
	TOTAL		43,996251	10,246130	3,4153769	36,120378	51,872125		
	9		91500596	93066216	76887388	48303971	34697222	28,761663	63,737910
			%	3%	%	%	%	378553%	515091%
	1					-			
	2		1,8664110	,34342066	,24283508		4,9519233	1,6235760	2,1092461
			8825515	6743236	2253748	1,2191011	6049709	06001	70509
						8398680			
	2		2,7916263	,22236209	,12838081	2,2392482	3,3440043	2,5758078	3,0200000
	3		2064083	2785750	4127421	6028802	8099364	06568	00000
	3		3,8042913					3,8042913	3,8042913
	1		1390482	.	.	.	.	13905	13905
	4		3,0027050	,16618708	,09594815	2,5898734	3,4155366	2,8109590	3,1051529
	3		9059948	5919125	8791246	8326189	9793707	12306	77322
	TOTAL		2,7689008	,62636006	,20878668	2,2874378	3,2503638	1,6235760	3,8042913
	9		5823734	1454583	7151528	9429139	2218329	06001	13905
AI	1			0,4485077	0,3171428	-			
	2		0,4818856	47714734	69823794	3,5477965	4,5115678	0,1647427	0,7990285
			5869186%	%	%	7590727%	9329098%	88868%	28516%
	2			0,1441960	0,0832516	-			
	3		0,1134538	70006866	39834550	0,2447490	0,4716567	0,0245624	0,2798267
			5925792%	%	%	3613233%	5464816%	08334%	72295%
	3		0,2061236	.	.	.	.	0,2061236	0,2061236
	1		1232342%					12323%	12323%
	4			0,4633591	0,2675205	-			
	3		0,7295029	06320017	04765326	0,4215448	1,8805507	0,2769429	1,2029544
			4921879%	%	%	8087370%	7931127%	50132%	41515%
	TOTAL			0,4021978	0,1340659				
PESO DO PASSIVO	9		0,4109739	55649316	51883105	0,1018172	0,7201305	0,0245624	1,2029544
			2834858%	%	%	8891673%	6778043%	08334%	41515%
	1		92,286921	2,2952722	1,6230025	71,664719	112,90912		
	2		80676259	06922791	42184118	21843919	43950860	90,663919	93,909924
			%	%	%	%	0%	264578%	348947%
	2		90,852434	1,1242356	0,6490777	88,059678	93,645190		
	3		43394610	47967984	53986889	26393476	60395745	90,156931	92,149455
			%	%	%	%	%	606263%	385209%
	3		93,073319						
	1		60014973	.	.	.	.	93,073319	93,073319
			%					600150%	600150%

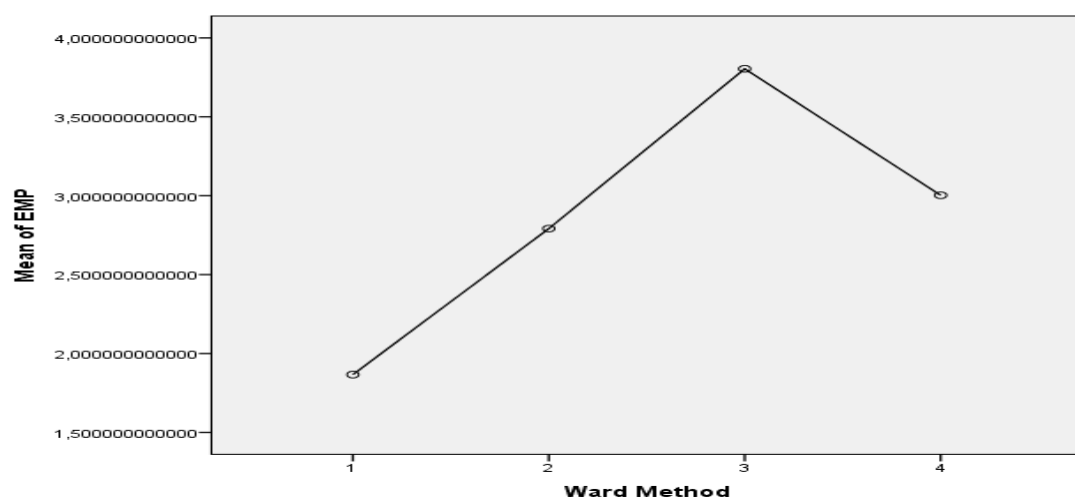
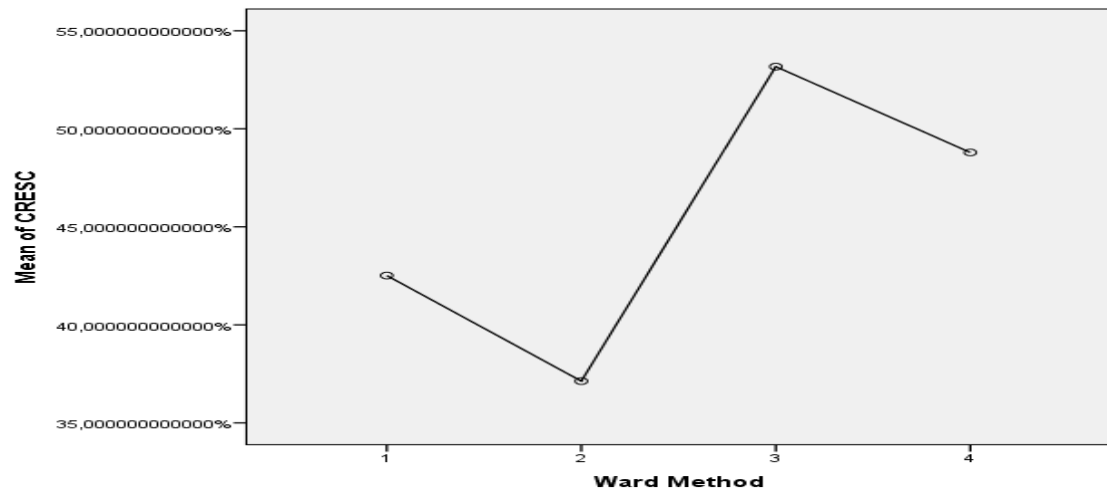
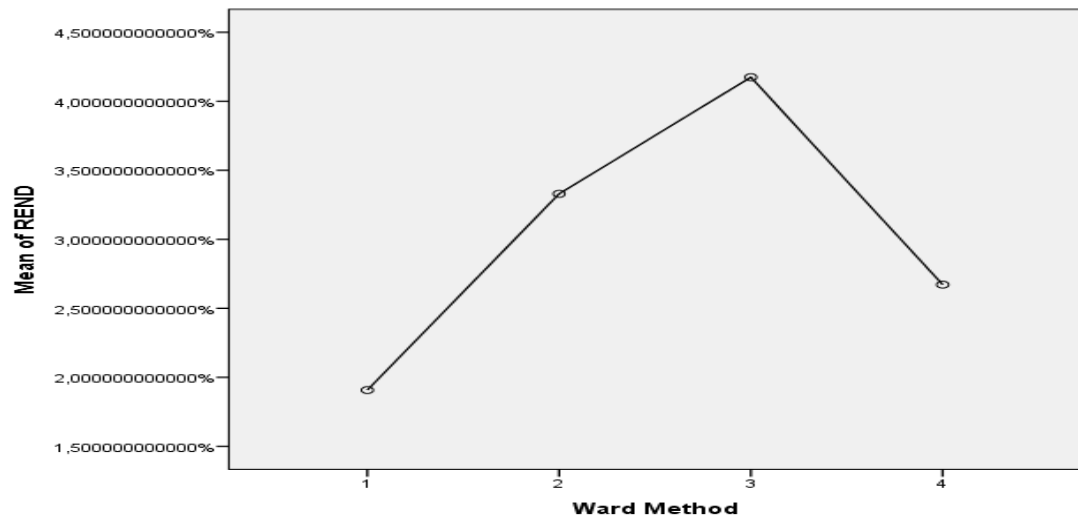
PESO DO PASSIVO MLP	4		86,131522	2,6956699	1,5563457	79,435107	92,827937	83,241519	88,577797
		3	52661945	69364466	82458965	09728832	95595057	405401%	303310%
			%	%	%	%	%		
	TOTAL		89,844337	3,3371373	1,1123791	87,279186	92,409487	83,241519	93,909924
		9	12170795	25133736	08377912	29787935	94553655	405401%	348947%
			%	%	%	%	%		
	1					-			
		2	5,8956422	7,4594249	5,2746099	61,124631	72,915915	0,6210322	11,170252
			0433576%	08803415	36766739	55568388	96435539	67569%	141102%
				%	%	%	%		
	2					-			
		3	1,9801652	1,9863513	1,1468204		6,9145354	0,5886484	4,2549588
			0814824%	25437444	72446478	2,9542050	4445265%	48362%	68994%
				%	%	2815617%			
	3		43,422049					43,422049	43,422049
		1	90410254	.	.	.	.	904103%	904103%
			%						
PESO DO PASSIVO CP	4			0,3596693	0,2076551	-			
		3	0,3932297	17522052	77290606	0,5002383	1,2866978	0,0336770	0,7530155
			3587413%	%	%	7954191%	5129016%	38982%	60696%
	TOTAL					-			
		9	6,9259465	14,139010	4,7130035		17,794152	0,0336770	43,422049
			7164902%	60660621	35535404	3,9422590	21380183	38982%	904103%
				3%	%	7050379%	%		
	1		86,391279	9,7546971	6,8976124	-	174,03375	79,493667	93,288892
		2	60242682	15726213	78950862	1,2511967	59507699	123476%	081378%
			%	%	%	4591629%	4%		
	2		88,872269	0,8987203	0,5188764	86,639724	91,104814	87,894496	89,662267
		3	22579787	17853604	17438964	19190148	25969425	516215%	862004%
			%	%	%	%	%		
	3		49,651269					49,651269	49,651269
		1	69604719	.	.	.	.	696047%	696047%
			%						
	4		85,738292	3,0521220	1,7621434	78,156401	93,320184	82,488503	88,544120
		3	79074532	31828657	76675863	35061571	23087493	844704%	264328%
			%	%	%	%	%		
TOTAL			82,918390	13,116903	4,3723010	72,835846	93,000934		
		9	55005893	29539630	98465436	13666189	96345598	49,651269	93,288892
			%	9%	%	%	%	696047%	081378%

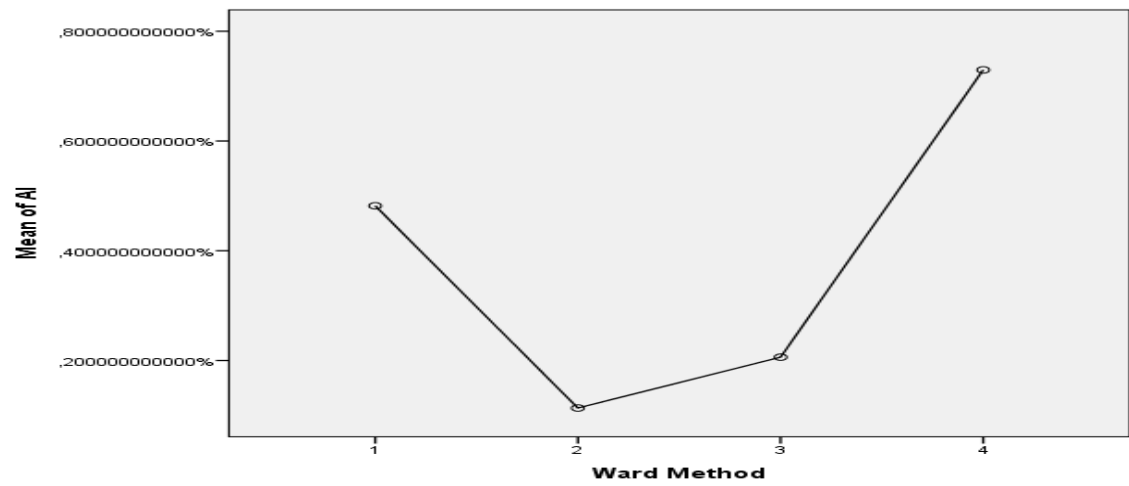
Means Plots



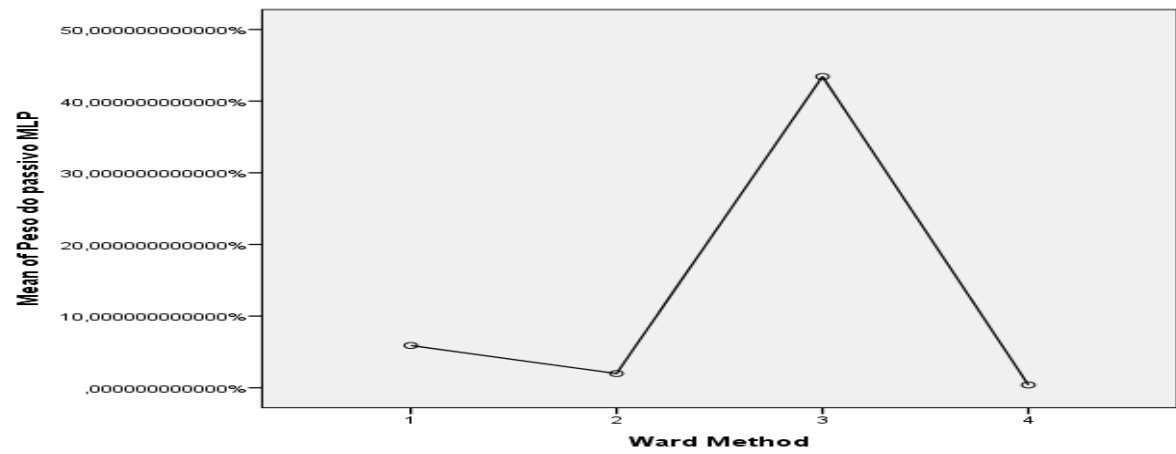


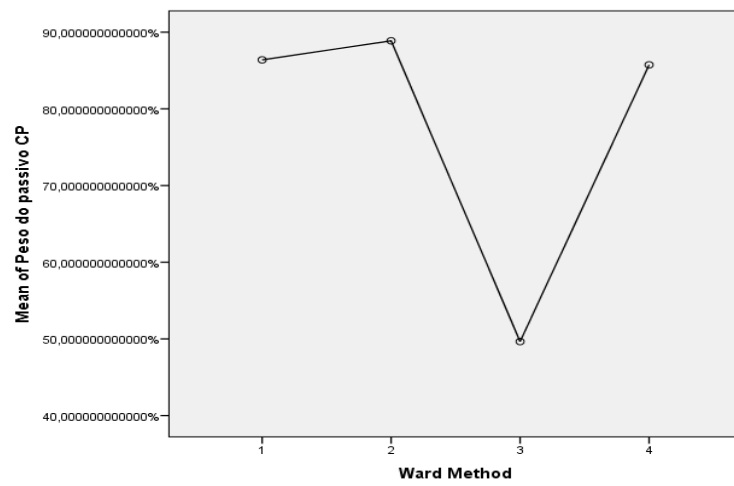
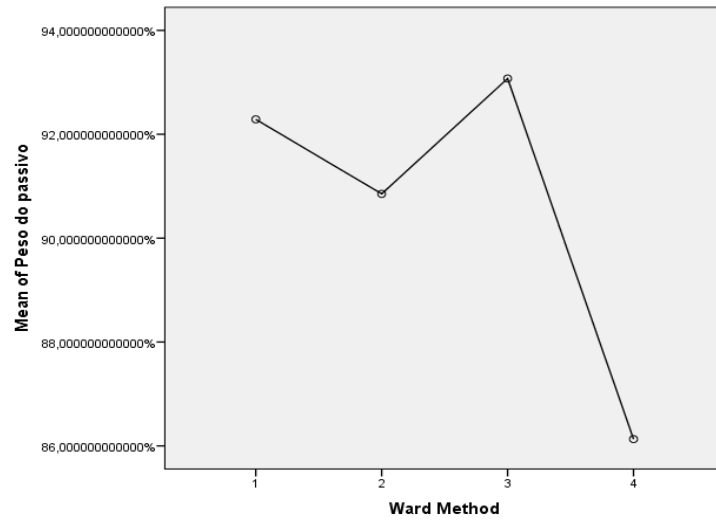






Kruskal-wallis test





Diferenças entre os perfis identificados relativamente aos determinantes e ao endividamento

Ranks

	WARD METHOD	N	MEAN RANK
EAF	1	2	1,50
	2	3	8,00
	3	1	4,00
	4	3	4,67
	TOTAL	9	
TEI	1	2	5,50
	2	3	6,00
	3	1	1,00
	4	3	5,00
	TOTAL	9	
OBF	1	2	7,00
	2	3	7,00
	3	1	1,00
	4	3	3,00
	TOTAL	9	
CF	1	2	8,00
	2	3	3,33
	3	1	8,00
	4	3	3,67
	TOTAL	9	
RN	1	2	4,50
	2	3	3,33
	3	1	9,00
	4	3	5,67
	TOTAL	9	
DIM	1	2	6,50
	2	3	6,33
	3	1	7,00
	4	3	2,00
	TOTAL	9	
ANC	1	2	4,50
	2	3	2,33
	3	1	5,00
	4	3	8,00
	TOTAL	9	
REP	1	2	7,50
	2	3	6,00
	3	1	5,00
	4	3	2,33
	TOTAL	9	

FC	1	2	4,50
	2	2	3,00
	3	1	6,00
	4	2	3,50
	TOTAL	7	
REND	1	2	2,00
	2	3	6,33
	3	1	9,00
	4	3	4,33
	TOTAL	9	
CRESC	1	2	4,50
	2	3	3,33
	3	1	8,00
	4	3	6,00
	TOTAL	9	
EMP	1	2	1,50
	2	3	4,33
	3	1	9,00
	4	3	6,67
	TOTAL	9	
AI	1	2	5,50
	2	3	3,00
	3	1	4,00
	4	3	7,00
	TOTAL	9	
PESO DO PASSIVO	1	2	7,50
	2	3	5,33
	3	1	8,00
	4	3	2,00
	TOTAL	9	
PESO DO PASSIVO MLP	1	2	6,00
	2	3	5,33
	3	1	9,00
	4	3	2,67
	TOTAL	9	
PESO DO PASSIVO CP	1	2	5,50
	2	3	6,67
	3	1	1,00
	4	3	4,33
	TOTAL	9	

TEST STATISTICS^{A,B}

	EAF	TEI	OBF	CF	RN	DIM	ANC
CHI-SQUARE	7,044	2,600	6,400	5,422	3,489	5,444	6,511
DF	3	3	3	3	3	3	3
ASYMP. SIG.	,070	,457	,094	,143	,322	,142	,089
EXACT SIG.	,011	,550	,039	,126	,358	,117	,029
POINT PROBABILITY	,005	,021	,006	,009	,017	,008	,011

TEST STATISTICS^{A,B}

	REP	FC	REND	CRESC	EMP	AI
CHI-SQUARE	4,952	1,500	5,422	2,778	6,689	3,400
DF	3	3	3	3	3	3
ASYMP. SIG.	,175	,682	,143	,427	,083	,334
EXACT SIG.	,158	,810	,126	,523	,018	,365
POINT PROBABILITY	,008	,019	,009	,024	,002	,006

TEST STATISTICS^{A,B}

	PESO DO PASSIVO	PESO DO PASSIVO MLP	PESO DO PASSIVO CP
CHI-SQUARE	6,511	4,622	3,489
DF	3	3	3
ASYMP. SIG.	,089	,202	,322
EXACT SIG.	,029	,196	,358
POINT PROBABILITY	,011	,008	,017

A. KRUSKAL WALLIS TEST

B. GROUPING VARIABLE: WARD METHOD